

UNIVERSITE DU QUÉBEC

MÉMOIRE PRÉSENTÉ À L'UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À TROIS-RIVIÈRES  
COMME EXIGENCE PARTIELLE DE LA MAÎTRISE EN ADMINISTRATION DES  
AFFAIRES  
MBA-RECHERCHE

PAR :  
MOHAMED SRIDI

CRITÈRES DE DÉCISION D'INVESTISSEMENT UTILISÉS PAR LES SOCIÉTÉS DE  
CAPITAL-RISQUE VIS-À-VIS DES NOUVELLES PROPOSITIONS DE  
FINANCEMENT<sup>o</sup>: CAS APPLIQUÉ AUX SCR AFRICAINES

SEPTEMBRE 2015

Université du Québec à Trois-Rivières

Service de la bibliothèque

Avertissement

L'auteur de ce mémoire ou de cette thèse a autorisé l'Université du Québec à Trois-Rivières à diffuser, à des fins non lucratives, une copie de son mémoire ou de sa thèse.

Cette diffusion n'entraîne pas une renonciation de la part de l'auteur à ses droits de propriété intellectuelle, incluant le droit d'auteur, sur ce mémoire ou cette thèse. Notamment, la reproduction ou la publication de la totalité ou d'une partie importante de ce mémoire ou de cette thèse requiert son autorisation.

## SOMMAIRE

L'objectif de notre étude est d'évaluer les critères d'investissements dans le processus de décision des capital-risqueurs africains. Un questionnaire a été préparé sur la base des études antérieures couvrant une période commençant en 1984 (Tyebjee et Bruno, 1984) et se terminant en 2010 (Mason et al., 2010). Nous y avons ajouté plusieurs critères dont la pertinence permet de se rapprocher de la réalité africaine. En tout quarante-neuf critères ont été proposés à chaque personne interrogée. Ce mémoire innove dans la mesure où jusqu'alors, aucune étude sur l'objectif de notre étude ne s'était intéressée à l'Afrique. Les réponses ont été récoltées entre le 13 Novembre 2013 et le 2 Avril 2014 date à laquelle nous avons reçu la trente-troisième réponse, et dernière réponse : vingt réponses en provenance de la Tunisie, sept en provenance du Maroc, deux de l'Algérie, deux de l'Angola, une du Kenya et une du Nigéria. Grâce au logiciel de traitement des données SPSS, nous avons procédé à deux analyses, une descriptive et une factorielle. Cette dernière nous a permis d'identifier les facteurs couvrant la majeure partie des risques associés au lancement d'une nouvelle firme sur le marché. Trois facteurs sont compatibles avec les travaux de Tyebjee et Bruno (1984) et MacMillan et al. (1985, 1987) et sont respectivement: le « Risque de management » ; le «Risque de viabilité»: et finalement le « Risque de leadership». Nous avons personnellement identifié un nouveau facteur qui est le « Risque de résistance aux cycles économiques ».

CAPITAL-RISQUE ; CAPITAL INVESTISSEMENT ; SOCIÉTÉ D'INVESTISSEMENT EN CAPITAL-RISQUE ; SCR ; CRITÈRES D'INVESTISSEMENT ; ANALYSE FACTORIELLE.

## ABSTRACT

The objective of our study is to evaluate the investment criteria used by African venture capitalists to evaluate new proposals. A questionnaire based on previous studies conducted within the last three decades from 1984 (Tyebjee and Bruno, 1984) till 2010 (Mason and al. 2010) was constructed. We added several other criteria that we found relevant and reflect the African reality. In total 49 criteria were evaluated by thirty-three venture capitalists (twenty from Tunisia, seven from Morocco, two from Algeria, two from Angola, one from Nigeria and one from Kenya). As today, and to our knowledge, this is the first study applied to African venture capitalists. The study was conducted between November thirteenth 2013 and April the second 2014. Based on SPSS, a descriptive and a factor analysis were conducted. Factor analysis indicates that African venture capitalists appear to assess ventures in terms of four categories of risk to be managed. Three factors are compatible with the studies of Tyebjee and Bruno (1984) and MacMillan and al. (1985, 1987) which are: « Management risk »; « Viability risk » and « Leadership risk ». We added a new factor, which is: « Resistance to economic cycles risk.

PRIVATE EQUITY; VENTURE CAPITAL; VENTURE CAPITALIST; SMALL BUSINESS INVESTMENT CORPORATION; INVESTMENT CRITERIA; FACTOR ANALYSIS.

# TABLE DE MATIÈRES

SOMMAIRE.....	II
ABSTRACT .....	III
TABLE DE MATIÈRES .....	IV
LISTE DES FIGURES.....	IX
LISTE DES TABLEAUX .....	XI
LISTE DES ABRÉVIATIONS.....	XIV
DÉDICACE.....	XV
REMERCIEMENT .....	XVI
INTRODUCTION.....	I
<b>I CHAPITRE 1 - APERÇU DU CAPITAL INVESTISSEMENT ET DU CAPITAL-RISQUE .....</b>	<b>5</b>
1.1 LE CAPITAL INVESTISSEMENT .....	6
1.1.1 Stratégies du capital investissement.....	6
1.1.1.1 Capital Amorçage.....	6
1.1.1.2 Capital-création (Start-up capital) .....	7
1.1.1.3 Capital-risque .....	7
1.1.1.4 Capital développement .....	8
1.1.1.5 Leveraged Buy-out (Capital transmission) .....	9
1.1.1.6 Capital-retournement.....	11
1.1.1.7 Cheminée du financement des entreprises.....	11
1.1.2 Le capital investissement islamique.....	13
1.1.3 Comment fonctionne le capital investissement.....	15
1.2 CAPITAL-RISQUE.....	16
1.2.1 Historique du capital-risque .....	16
1.2.1.1 Parution du capital-risque aux USA .....	16
1.2.2 Étapes du capital-risque .....	19
1.2.3 Fonctionnement du capital-risque.....	23
1.2.3.1 Collecte des fonds .....	23
1.2.3.2 Création de la valeur.....	24
1.2.3.3 Distribution des profits.....	25
1.2.3.4 Problématiques à surmonter lors des investissements .....	26
1.3 LA SPÉCIALISATION DES SOCIÉTÉS DE CAPITAL-RISQUE.....	27
1.3.1 Spécialisation selon le stade de développement de l'entreprise.....	27
1.3.2 Spécialisation géographique .....	27
1.3.3 Spécialisation selon la taille.....	28
1.3.4 Spécialisation selon le secteur d'activité .....	28
1.4 LES INTERVENANTS DU CAPITAL INVESTISSEMENT ET DU CAPITAL-RISQUE.....	29
1.4.1 Les organismes du capital investissement .....	29
1.4.2 L'État .....	29
1.4.3 Les institutions bancaires et les compagnies d'assurance.....	30
1.4.4 Les fonds de pensions .....	30
1.4.5 Les investisseurs industriels.....	30
1.4.6 Le corporate financing .....	31
1.4.7 Les particuliers et les investisseurs informels.....	31

1.4.7.1	Les anges d'affaires (Business angels) .....	31
1.4.7.2	Les petites structures indépendantes.....	32
1.4.7.3	Le capital de proximité .....	32
1.5	CONCLUSION.....	32
<b>2</b>	<b>CHAPITRE 2 - LE CAPITAL-RISQUE EN AFRIQUE .....</b>	<b>33</b>
2.1	LE CAPITAL-RISQUE EN TUNISIE .....	33
2.1.1	Chronologie de la législation régissant les SCR d'avant révolution en Tunisie .....	34
2.1.1.1	Loi 88-92 du 02 août 1988 .....	34
2.1.1.2	Loi n°93-120 du 27 Déc. 1993 .....	34
2.1.1.3	Loi 95-87 du 30 octobre 1995 .....	35
2.1.1.4	Loi 95-88 du 30 octobre 1995 .....	35
2.1.1.5	Loi 99-101 du 31 décembre 1999.....	35
2.1.1.6	Loi 2008-78 du 22 décembre 2008.....	36
2.1.2	Les décrets lois n°2011-99 et n°2011-100 du 21 Octobre 2011 .....	36
2.1.2.1	Cadre législatif .....	37
2.1.2.2	Cadre fiscal.....	37
2.1.3	Indice d'attractivité capital investissement et capital-risque .....	38
2.1.3.1	Méthode de calcul de l'indice.....	38
2.1.3.2	Positionnement de la Tunisie selon l'indice global d'attractivité .....	40
2.1.3.3	Discussion .....	46
2.1.4	Les indicateurs statistiques clés du capital investissement et du capital-risque.....	47
2.1.5	Critiques envers les investissements du capital-risque tunisien.....	52
2.1.6	Conclusion .....	53
2.2	LE CAPITAL-RISQUE EN ALGÉRIE.....	54
2.2.1	Le cadre réglementaire et juridique du capital investissement en Algérie .....	54
2.2.1.1	Statut et capital : .....	54
2.2.1.2	L'exercice de l'activité de capital investissement : .....	54
2.2.1.3	Les règles prudentielles relatives aux opérations de prises de participation : .....	55
2.2.1.4	Le contrôle de la société de capital investissement : .....	55
2.2.1.5	Le statut fiscal de la société de capital investissement : .....	55
2.2.2	Les défis et l'avenir du capital investissement en Algérie.....	56
2.3	LE CAPITAL INVESTISSEMENT AU MAROC.....	56
2.3.1	Principaux acteurs de marché marocain.....	58
2.3.2	Les véhicules d'investissement.....	60
2.3.3	Le régime OPCR.....	60
2.3.4	Les principales conditions à remplir par les OPCR et les sociétés de gestion d'OPCR dans le cadre de la loi n° 41-05.....	61
2.3.4.1	Conditions pour les OPCR .....	61
2.3.4.2	Conditions pour les sociétés de gestion d'OPCR.....	61
2.3.5	Diversification des placements .....	61
2.4	LE CAPITAL INVESTISSEMENT EN AFRIQUE .....	63
2.4.1	Le positionnement de l'Afrique selon l'indice global d'attractivité .....	63
2.4.2	Afrique : Gouvernance, développement et naissance du Capital Investissement et du Capital-risque .....	65
2.4.2.1	Les problèmes structurels continuent de limiter la croissance du CI .....	66
2.4.3	L'Afrique détient un fort potentiel à moyen et long terme .....	66

2.4.3.1	Gouvernance et investissement.....	66
2.4.4	Investir en Afrique, les défis et opportunités .....	67
2.4.5	Attractivité de marché de Capital Investissement en Afrique.....	69
2.4.5.1	Plus que le PIB .....	69
2.4.5.2	Capital Investissement par secteur d'activité.....	70
2.4.5.3	Capital Investissement par zone géographique.....	71
2.4.6	Capital-investissement multiple africain.....	72
2.4.7	Analyse du Capital Investissement multiple africain.....	74
2.4.7.1	Projets financés multiples.....	74
2.4.7.1	Accords multiples par taille d'entreprise.....	74
2.4.7.2	Accords multiples par région.....	76
2.5	CONCLUSION.....	77
<b>3</b>	<b>CHAPITRE 3 - CADRE CONCEPTUEL THÉORIQUE.....</b>	<b>79</b>
3.1	TYEBJEE ET BRUNO (1984).....	79
3.1.1	Modèle .....	79
3.1.2	Méthode .....	81
3.1.3	Résultats et validation du modèle .....	81
3.2	MACMILLAN, SIEGEL ET NARASIMHA (1985) .....	83
3.2.1	Méthode .....	83
3.2.2	Analyse des résultats.....	84
3.3	MACMILLAN, ZEMANN ET NARASIMHA (1987).....	86
3.3.1	Méthode .....	86
3.3.2	Analyses.....	87
3.4	KNIGHT (1994) .....	89
3.4.1	Méthode et critères.....	89
3.4.2	Résultats.....	90
3.5	FRIED ET HISRICH (1994) .....	91
3.5.1	Méthodologie .....	91
3.5.2	Résultats et modèle .....	92
3.5.2.1	Modèle de prise de décision .....	92
3.6	MUZYKA, BIRLEY ET LELEUX (1996) .....	94
3.6.1	Méthodologie.....	94
3.6.2	Résultats.....	95
3.7	HATTON ET MOOREHEAD (1996).....	96
3.7.1	Méthodologie.....	96
3.7.2	Résultats.....	97
3.8	ZACHARAKIS ET MEYER (1998).....	98
3.8.1	Méthodologie.....	98
3.8.2	Résultats.....	100
3.9	SHEPHERD (1999).....	101
3.9.1	Méthodologie.....	101
3.9.2	Résultats.....	102
3.10	KAPLAN ET STRÖMBERG (2000) .....	103
3.10.1	Méthodologie.....	103
3.10.2	Résultats.....	104
3.11	VING ET HAAN (2001) .....	105
3.11.1	Méthodologie.....	106
3.11.2	Résultats.....	106
3.12	KUMAR ET KAURA (2003).....	107
3.12.1	Méthodologie.....	107

3.12.2	Résultats.....	108
3.13	MASON ET STARK (2004).....	108
3.13.1	Méthodologie.....	109
3.13.2	Résultats.....	110
3.14	SILVA (2004).....	111
3.14.1	Méthodologie.....	111
3.14.2	Résultats.....	112
3.15	FRANKE, GRUBER, HARHOFF ET HENKEL (2006).....	113
3.15.1	Méthode.....	113
3.15.2	Résultats.....	114
3.16	MASON, SMITH ET HARRISON (2010).....	115
3.16.1	Méthodologie.....	115
3.16.2	Résultats.....	116
3.17	DISCUSSION.....	117
3.17.1	Tableaux récapitulatifs des études analysées.....	117
3.17.2	Évolution des méthodes d'analyses utilisées.....	119
3.17.3	Entrepreneur.....	121
3.17.4	Équipe des managers.....	121
3.17.5	Marché.....	122
3.17.6	Produit.....	122
3.17.7	Risque.....	122
3.17.8	Rendement.....	123
3.17.9	Sortie.....	123
3.17.10	Accord.....	123
3.17.11	Stratégie.....	123
3.17.12	Compétition.....	124
3.17.13	Considérations Financières.....	124
3.17.14	Critère dominant.....	124
3.17.14.1	Entrepreneur.....	124
3.17.14.2	Équipe des managers.....	125
3.17.14.3	Marché.....	126
3.17.14.4	Produit.....	126
3.17.14.5	Risque.....	126
<b>4</b>	<b>CHAPITRE 4 - MÉTHODOLOGIE DE RECHERCHE ET PRÉSENTATION DES RÉSULTATS.....</b>	<b>127</b>
4.1	TYPE DE RECHERCHE ET OUTIL DE MESURE.....	127
4.2	ÉCHANTILLONNAGE.....	129
4.3	COLLECTE DES DONNÉES.....	129
4.4	ANALYSE DES DONNÉES.....	131
4.4.1	Analyse descriptive.....	131
4.4.1.1	La personnalité de l'entrepreneur.....	132
4.4.1.2	L'expérience de l'entrepreneur.....	135
4.4.1.3	Le cas d'une équipe d'entrepreneurs.....	138
4.4.1.4	Caractéristiques des produits et services.....	140
4.4.1.5	Caractéristiques du marché.....	145
4.4.1.6	Considérations financières.....	148
4.4.1.7	Menaces face à la compétition.....	151
4.4.1.8	Mieux connaître les SCR africaines.....	153
4.4.1.9	Le rôle joué par les SCR après l'investissement.....	155



4.4.1.10	Importance de la contribution des SCR auprès des firmes financées.....	157
4.4.1.11	Reponses Multiples .....	160
4.4.1.12	Question ouverte.....	162
4.4.2	Analyse factorielle .....	163
<b>5</b>	<b>CONCLUSION.....</b>	<b>167</b>
5.1	APPORTS DE NOTRE RECHERCHE .....	167
5.2	LIMITES ET PROPOSITIONS DE RECHERCHES COMPLÉMENTAIRES .....	169
	<b>RÉFÉRENCES .....</b>	<b>171</b>

## LISTE DES FIGURES

Figure 1.1 Diagramme de la structure de base d'une transaction générique de Leveraged Buy-Out.....	10
Figure 1.2 Cheminée du financement des entreprises .....	12
Figure 1.3 Montants levés et investi aux USA par les fonds du capital-risque de 1969 au 2007.....	19
Figure 1.4 Étapes du capital-risque en fonction du cycle d'une entreprise.....	23
Figure 2.1 Historique du classement CI/CR Tunisie 2009-2013 .....	41
Figure 2.2 Facteurs Clés de Performance Tunisie 2011 .....	42
Figure 2.3 Facteurs Clés de Performance Tunisie 2012.....	42
Figure 2.4 Facteurs Clés de Performance Tunisie 2013.....	43
Figure 2.5 Total des Investissements SCR-Fonds 2009-2011.....	47
Figure 2.6 Nombre des emplois créés entre 2009 et 2011 .....	48
Figure 2.7 Répartition des investissements selon les stades du capital investissement fin 2010.....	49
Figure 2.8 Répartition des investissements dans le secteur des innovations technologiques cumul 2007-2010.....	50
Figure 2.9 Délais de récupération des investissements entre 2007et 2010 .....	51
Figure 2.10 Évolution du capital investissement au Maroc (1993-2010).....	57
Figure 2.11 Montants levés par année de 2005 à 2010 .....	59
Figure 2.12 Montants Répartition des capitaux levés par type d'investisseur (2000-2010) .....	60
Figure 2.13 Stade de développement des entreprises investis entre 2000 et 2010.....	62
Figure 2.14 Répartition des secteurs d'activité de 2000 à 2010.....	62
Figure 2.15 Historique du classement CI/CR Afrique de 2006 à 2011 .....	63
Figure 2.16 Facteurs Clés de Performance en Afrique en 2011 .....	64
Figure 2.17 Attractivité de marché de Capital Investissement (excluant l'Afrique de Sud) .....	69
Figure 2.18 Capital Investissement en Afrique en termes de valeur.....	70
Figure 2.19 Les projets financés en Afrique en fonction du secteur d'activité .....	71
Figure 2.20 Les projets financés par les SCR en Afrique par zone géographique.....	72
Figure 2.21 Capital Investissement multiple comparé à celui des États-Unis et à l'Asie Pacifique.....	73
Figure 2.22 EV/EBITDA multiples par projet financé .....	74
Figure 2.23 EV/EBITDA multiple - moyenne par taille .....	75
Figure 2.24 Dette/EBITDA multiple - moyenne par taille.....	75
Figure 2.25 Ratio Dette/Fonds propres par valeur entreprise - Afrique.....	76
Figure 2.26 EV/EBITDA multiple comparé au marché des capitaux propres .....	77
Figure 3.1 Modèle de processus de décision de l'activité d'investissement par les SCR ..	79

Figure 4.1 Le pays d'implantation de la SCR .....	130
Figure 4.2 Honnête, enthousiaste et ayant confiance en soi.....	134
Figure 4.3 Possède une expérience pertinente par rapport au projet.....	136
Figure 4.4 La matière première pour le produit est disponible .....	143
Figure 4.5 Le produit / service présente un avantage compétitif.....	144

## LISTE DES TABLEAUX

Table 1.1 Comparaison capital-amorçage et capital-création .....	21
Table 2.1 Classement mondial de la Tunisie en termes de CI/CR .....	41
Table 2.2 Détail du classement mondial de la Tunisie en termes de CI/CR .....	45
Table 2.3 Comparaison avec les pairs .....	46
Table 2.4 Chiffres clés du capital-investissement au Maroc fin 2013.....	58
Table 2.5 Classement mondial de continent africain en termes de CI/CR .....	64
Table 2.6 Comparaison avec les pairs .....	65
Table 3.1 étude des critères d'investissement par les SCR.....	118
Table 3.2 Classement des critères d'investissement par les SCR des études revues.....	118
Table 4.1 Le pays d'implantation de la SCR .....	130
Table 4.2 Catégorie d'organisme d'Investissement .....	131
Table 4.3 Capable de soutenir un effort intense .....	132
Table 4.4 Capable d'évaluer le risque.....	132
Table 4.5 Capable de réagir rapidement face au risque.....	132
Table 4.6 Présente et maîtrise bien son projet.....	133
Table 4.7 Le Fait attention aux détails .....	133
Table 4.8 Possède une personnalité compatible avec la nôtre.....	133
Table 4.9 Honnête, enthousiaste et ayant confiance en soi .....	134
Table 4.10 Familier avec le marché ciblé.....	135
Table 4.11 A montré une habilité de leadership dans le passé.....	135
Table 4.12 Possède une expérience pertinente par rapport au projet .....	135
Table 4.13 Détient un diplôme en rapport avec le projet .....	136
Table 4.14 L'entrepreneur est référé par une source fiable.....	137
Table 4.15 Nous sommes familiarisés avec l'entrepreneur et sa réputation .....	137
Table 4.16 L'entrepreneur appartient à une famille dans les affaires .....	137
Table 4.17 Toute l'équipe a montré un potentiel de leadership .....	138
Table 4.18 Toute l'équipe a montré une expertise dans le secteur.....	138
Table 4.19 Toute l'équipe a travaillé longtemps ensemble.....	138
Table 4.20 évaluer l'équipe qui a présenté le projet .....	139
Table 4.21 Le produit est protégé par une licence.....	140
Table 4.22 Le produit / service est difficile à imiter .....	140
Table 4.23 Le produit / service est accepté sur le marché.....	141
Table 4.24 Un prototype du produit est déjà développé.....	141
Table 4.25 Le produit est « <i>High tech</i> ».....	141
Table 4.26 Le produit présente un potentiel à l'exportation .....	142
Table 4.27 Le produit / service est un nouveau concept .....	142
Table 4.28 La matière première pour le produit est disponible.....	143

Table 4.29 Le produit présente une marge de profit élevé.....	143
Table 4.30 Le produit / service présente un avantage compétitif.....	144
Table 4.31 Le marché cible présente une croissance significative.....	145
Table 4.32 L'entreprise vise un marché existant.....	145
Table 4.33 L'entreprise vise un nouveau marché.....	145
Table 4.34 Nous sommes familiarisés avec le secteur d'activité de l'entreprise .....	146
Table 4.35 Le projet devrait être réalisé dans notre zone géographique .....	146
Table 4.36 Aucune ou peu de compétition durant les 3 premières années.....	147
Table 4.37 Anticipation d'une compétition au cours 2 premières années.....	147
Table 4.38 Le marché est saisonnier .....	148
Table 4.39 Retour sur investissement minimum de dix fois au cours des cinq ans .....	148
Table 4.40 Retour sur investissement minimum de dix fois au cours des dix ans .....	148
Table 4.41 Investissement facilement liquide .....	149
Table 4.42 Sortie au cours des cinq ans .....	149
Table 4.43 Sortie au cours des 10 ans .....	149
Table 4.44 Nous n'attendons pas à faire des investissements conséquents.....	150
Table 4.45 Nous n'allons pas participer à un nouvel investissement.....	150
Table 4.46 Le budget prévisionnel au business plan est pris en considération .....	150
Table 4.47 Nous exigeons des garanties .....	150
Table 4.48 Absence ou peu de régulations.....	151
Table 4.49 Capacité de passer les barrières à l'entrée.....	152
Table 4.50 Capacité de créer des barrières post-entrées.....	152
Table 4.51 Capacité de se protéger de l'obsolescence technologique.....	152
Table 4.52 Résistance aux cycles économiques .....	153
Table 4.53 Exigez un conseil d'administration .....	153
Table 4.54 Avoir un siège au sein du conseil d'administration.....	153
Table 4.55 Le temps alloué à une première lecture d'un business plan .....	154
Table 4.56 Le nombre d'entreprises suivi par chaque analyste.....	154
Table 4.57 Améliorer ces compétences.....	155
Table 4.58 Améliorer sa performance.....	155
Table 4.59 Améliorer son image ou sa visibilité.....	156
Table 4.60 Atteindre les objectifs établis dans le business plan.....	156
Table 4.61 Favoriser le développement de certaines innovations.....	156
Table 4.62 Conditions avantageuses auprès d'autres partenaires financiers.....	156
Table 4.63 Lever des fonds auprès d'autres sources de financement.....	157
Table 4.64 Apporter votre réputation et votre crédibilité.....	158
Table 4.65 Faciliter à l'entreprise l'accès à des investisseurs étrangers .....	158
Table 4.66 Faciliter la recherche de partenaires industriels et financiers.....	158

Table 4.67 Recruter des personnes influentes et qualifiées au conseil d'administration	159
Table 4.68 Le Recruter du personnel pour occuper des postes clés .....	159
Table 4.69 Servir de mentor ou de conseiller pour la gestion de la firme .....	159
Table 4.70 Aider à définir la planification stratégique .....	159
Table 4.71 Améliorer les connaissances du secteur d'activité de l'entreprise .....	160
Table 4.72 Le Analyser et commenter la performance opérationnelle et financière de l'entreprise.....	160
Table 4.73 Autres contributions .....	160
Table 4.74 Le montant d'investissement moyen par entreprise .....	160
Table 4.75 Pourcentage de participation en Capital des firmes financées .....	161
Table 4.76 Le Véhicule de Financement.....	161
Table 4.77 Le Type de PME financée .....	162
Table 4.78 Matrice de corrélation .....	164
Table 4.79 KMO et Test de sphéricité de Bartlett.....	164
Table 4.80 Variance totale expliquée .....	165
Table 4.81 Matrice de rotation des variables.....	165

## LISTE DES ABRÉVIATIONS

AMIC	: Association Marocaine des Investisseurs en Capital
ATIC	: Association Tunisienne des Investisseurs en Capital
AVCA	: African Private Equity & Venture Capital Association
BCT	: Banque Centrale Tunisie
CMF	: Conseil de Marché Financier
CDG	: Caisse de Dépôt et de Gestion
CDVM	: Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières
COPIL	: Comité de pilotage, Ministère de l'Industrie
EPEA	: Egyptian Private Equity Association
FCPR	: Fonds Communs de Placement à Risque
FOPRODI	: Fonds de Promotion et de Décentralisation Industrielle
KZAM	: Kingdom Zaphyr Africa Management
LBO	: Leveraged Buy-Out
OCDE	: Organisation de Coopération et de Développement Économiques
OPA	: Offre Publique d'Achat
OPCR	: Organisme de Placement en Capital-risque
PAIP	: Pan African Investment Partners Funds
PME	: Petite et Moyenne Entreprise
PG	: Partenaires Généraux
SC	: Sociétés de Commandites
SBDC	: Small Business Development Corporations
SBIC	: Small Business Investment Corporations
SIBA	: Sociétés d'investissements de Business Angels
SCR	: Société de Capital-risque
SCR	: Sociétés d'Investissement en Capital-risque
SDR	: Zone de Développement Régionale

## DÉDICACE

A ma chère maman Omezzine : Tous les plus beaux mots du monde ne sauraient exprimer ma gratitude et ma reconnaissance pour tout ce que vous avez fait et continuez à faire pour moi.

Pour ma bien-aimée Zaineb : Pour tout l'amour, l'aide et le soutien que tu m'as donné. Je ne saurais jamais exprimer mon amour, mon profond respect et ma reconnaissance. Que dieu te préserve ma chérie et nous garde toujours unis et heureux. Je t'aime éternellement :\*



## REMERCIEMENT

Je tiens ici à exprimer mon extrême reconnaissance à Mr. Théophile Serge  
NOMO pour avoir encadré ce mémoire.

En effet, les suggestions, propositions et précieux conseils de Mr. NOMO ont  
énormément facilités mes recherches.

Votre habileté, votre pédagogie et votre dynamisme ont été des modèles pour moi.

Je vous remercie infiniment pour votre compréhension et pour votre patience

J'espère que ces quelques mots témoigneront de la nature de ma gratitude et mon  
admiration à votre égard.

A l'intention des membres du jury:

Veuillez agréer l'expression de ma sincère reconnaissance pour votre lecture et  
votre jugement.

A l'intention de ceux qui m'ont aidé à l'élaboration et à la diffusion du  
questionnaire Je remercie principalement Chaouki Ghaoui (Analyste Senior à la  
BNC), Saber Rehayem (Chef de département au Conseil du Marché Financier),  
Mohamed Akram Majjaji (Délégué Général de l'ATIC) et Mme Françoise  
Giraudon (Déléguée Générale de l'AMIC)

## INTRODUCTION

Afin de subvenir à ses besoins, l'homme a toujours dû changer ses pratiques commerciales. Du troc, les hommes sont progressivement arrivés à la création de la monnaie, qui a radicalement changé les modes de financement.

Depuis, plusieurs types de financement ont vu le jour. En ce qui concerne le financement par capitaux propres, nous pouvons penser au marché du capital-risque, à l'appel public, à l'épargne et aux autres formes de financement tels que le capital amical et les programmes d'intéressement des employés (St-Pierre, 1999). Toutefois, selon la théorie de l'ordre hiérarchique (Norton, 1991) « les firmes préféreraient d'abord l'autofinancement. Si un financement externe se révèle nécessaire, elles feront d'abord appel au financement par emprunt, puis aux obligations convertibles et, enfin, à l'émission d'actions »<sup>1</sup>.

Ainsi, même si le recours n'est pas automatique, le financement par capital-risque est une alternative aux financements traditionnels. Selon Poindexter (1976), le capital investissement et le financement traditionnel diffèrent sous trois aspects : premièrement par le fait que les capital-risqueurs investissent généralement dans de nouvelles firmes qui ont peu de données historiques, deuxièmement par le fait que l'investissement cible des petites et moyennes entreprises sur lesquelles il intervient directement, ce qui n'est pas le cas pour les compagnies publiques, troisièmement par le fait que les investissements des capital-risqueurs sont non monétisés sur le court terme étant donné l'absence d'un marché des capitaux sur lequel transigeraient les firmes nouvellement créées. Poindexter (1976) conclut aussi qu'en prenant un risque élevé et afin de compenser leurs efforts, les capital-risqueurs attendront un rendement sur investissement élevé.

Cependant selon Beaudoin et St-Pierre (1997) les PME, comparées aux grandes entreprises, sont plus confrontées à un risque d'affaires qu'à un risque financier. La particularité des PME est le rôle central du propriétaire-dirigeant qui vient avant les

---

<sup>1</sup> St-Pierre, J. (1999). *Gestion financière des PME: théories et pratiques*. Presses de l'Université du Québec, Sainte-Foy

considérations financières telles que les caractéristiques financières et l'environnement financier de l'entreprise. Ce qui valide la citation de Platon « Ce sont les hommes et non les pierres qui font le rempart de la Cité ».

Le domaine du capital investissement et du capital-risque a connu une forte croissance durant les trois dernières décennies et « la bulle internet » de 2000 n'a pas réussi à entraver cette croissance. Plusieurs recherches et études ont été réalisées afin d'évaluer les critères que les capital-risqueurs pratiquent pour décider d'investir ou pas dans une firme nouvellement créée. En effet, les considérations financières ne constituent pas à elles seules les critères de prise de décision, d'autres critères sont recensés tels que ceux de l'entrepreneur et les caractéristiques du produit / service.

Suivis par MacMillan et al (1985, 1987), Tyebjee et Bruno (1984) furent pionniers dans l'étude des critères d'investissement dans le processus de décision par les capital-risqueurs. Par la suite, plusieurs études ont vu le jour en se basant sur les trois études précédemment citées. Les premières études ont été conduites aux États-Unis et ont été suivies par celles faites en Europe, en Australie, puis celles en Asie. À notre connaissance, à ce jour aucune étude n'a été faite sur les SCR africaines. C'est la principale raison pour laquelle nous avons choisi de porter notre étude au continent africain.

Notre étude a trois objectifs. Nous allons tout d'abord recenser les principaux critères en nous basant sur les précédentes études et nous allons les appliquer dans le cadre africain en apportant quelques ajustements. Ensuite, nous soulignerons le fait que notre étude pourra être bénéfique pour les SCR africaines et les aidera dans leurs travaux et leurs analyses. Enfin, nous montrerons que notre étude pourra être bénéfique pour les entrepreneurs qui cherchent des fonds auprès des SCR, et leur permettra d'avoir une idée claire des critères utilisés par celles-ci et d'adapter leurs business plans avant toute demande de financement.

Suite à cette introduction exposant notre problématique de recherche, nous présenterons dans le deuxième chapitre les différentes stratégies du capital investissement et parlerons brièvement du capital investissement islamique. Nous mettrons finalement l'accent sur le capital-risque, son historique, ses différentes étapes, son fonctionnement ainsi que les problématiques à surmonter lors des investissements.

Le troisième chapitre sera consacré au capital-risque en Afrique. Nous présenterons tout d'abord le capital-risque aux pays du Maghreb Arabe puis son positionnement en Afrique de manière générale. Nous présenterons les indicateurs statistiques clés et listerons les critiques envers les domaines des différents acteurs que sont les entrepreneurs et les investisseurs.

Dans le quatrième chapitre nous recenserons les principales études de recherche faites sur les critères d'investissements dans le processus de décision prises par les capital-risqueurs. Seize principales études couvrant les trois dernières décennies de Tyebjee et Bruno (1984) à Mason et al. (2010) seront présentées. Pour chacune d'entre elles nous donnerons respectivement un bref résumé de la méthodologie et des résultats. A la fin de ce chapitre nous récapitulerons dans un tableau les différentes études revues et nous présenterons une discussion critique des principaux critères utilisés en mettant l'accent sur les critères dominants.

Dans le cinquième chapitre, nous décrirons l'approche suivie afin de déterminer les critères utilisés par les capital-risqueurs africains et atteindrons ainsi nos objectifs de recherche. Pour ce faire, nous présenterons notre cadre méthodologique. Nous présenterons et nous analyserons ensuite les résultats de notre recherche. Grâce à SPSS, deux analyses, une descriptive et une factorielle, nous identifierons les facteurs qui couvrent la majeure partie des risques associés au lancement d'une nouvelle firme sur le marché africain.

Dans notre conclusion, nous ferons un rappel des grandes lignes de notre étude de recherche avec les principaux résultats, en démontrant sa pertinence et ses apports tant pour les SCR africaines que pour les entrepreneurs. Certaines limites et propositions de recherches futures compléteront ce mémoire.

## **1 CHAPITRE 1 - APERÇU DU CAPITAL INVESTISSEMENT ET DU CAPITAL-RISQUE**

Le capital investissement est considéré comme une alternative pour le financement des petites et moyennes entreprises trouvant des difficultés pour accéder aux crédits traditionnels.

Le capital investissement et le capital-risque ont connu leurs origines aux États-Unis vers la fin du 19<sup>ème</sup> siècle, leurs fondements théoriques ont été structurés dans les années 1930 et 1940, depuis ils n'ont cessé de progresser pour devenir un domaine en soit.

Ce chapitre est organisé en quatre sections. Dans une première section nous présenterons les différentes stratégies du capital investissement : capital amorçage, capital création, capital-risque, capital développement, capital transmission et capital retournement. Nous présenterons aussi brièvement le capital investissement islamique, mode de financement selon la loi islamique qui ne cesse de progresser sur la scène internationale.

Dans une deuxième section, nous mettrons l'accent sur le capital-risque, son historique, ses différentes étapes, son fonctionnement ainsi que les problématiques à surmonter lors des investissements.

Dans une troisième section nous présenterons les différents axes de spécialisation des sociétés en capital-risque.

Finalement la quatrième section sera consacrée à la présentation des différents intervenants dans le domaine.

## 1.1 LE CAPITAL INVESTISSEMENT

Par définition le capital investissement regroupe l'ensemble des opérations consistant à participer au capital des sociétés non cotées en bourse. Les capitaux collectés proviennent essentiellement des investisseurs accrédités, individuels (souvent connus sous le nom de « business angels ») ou institutionnels, ceux-ci ont comme principal objectif la réalisation de gains significatifs dans un délai relativement court, généralement de quatre à sept ans, suite à la vente de la compagnie ou par une offre publique d'achat<sup>2</sup>.

Les fonds du capital investissement permettent par exemple de financer des nouvelles compagnies, de développer l'activité d'une entreprise, de procéder à une acquisition ou de renforcer son bilan. D'autres sont spécialisés dans des secteurs bien précis comme les bios technologies ou les technologies de l'information. Notons que le capital investissement intervient à tous les stades du cycle de vie d'une entreprise à savoir durant sa création, son développement et de cession.

### 1.1.1 Stratégies du capital investissement

Les différentes stratégies du capital investissement et leurs cycles d'interventions sont présentées comme ci-dessous:

#### 1.1.1.1 Capital Amorçage

Le capital amorçage (Seed Capital) représente l'ensemble des fonds levés juste avant ou après le démarrage d'une nouvelle entreprise.

---

<sup>2</sup> <http://www.investopedia.com>

A ce stade les investisseurs sont principalement des personnes physiques telles que les fondateurs de la compagnie ou leurs proches, ou des « business angels » (personne physique décidant d'investir une partie de son patrimoine financier dans des sociétés innovantes à fort potentiel). Les fonds initialement levés servent à financer des projets en recherche et en développement (R&D), mais encore à développer de nouvelles technologies sous forme de prototype ainsi que de mettre ces nouveaux produits sur le marché.

Outre l'importance de cette étape dans la vie de la nouvelle entreprise, c'est aussi pendant cette phase que se dessinent les politiques à entreprendre à l'avenir et la répartition du pouvoir entre les fondateurs et les nouveaux investisseurs du capital amorçage.

#### *1.1.1.2 Capital-création (Start-up capital)*

Le capital-création (ou capital post création) intervient en phase du démarrage de la firme ou durant son premier développement. La firme est juridiquement constituée, et les capitaux qui lui sont alloués couvrent les frais de recherche et de développement comme le lancement de ses premiers produits sur le marché.

#### *1.1.1.3 Capital-risque*

Nous donnerons un aperçu du capital-risque puis dans la section suivante nous allons le développer d'avantage.

Le capital-risque est considéré comme une vaste sous-catégorie du capital investissement. Il se réfère typiquement aux investissements dans des entreprises peu matures : lancement de *start-ups* et premiers stades de développement ou encore expansion de nouvelles activités commerciales. Le capital-risque intervient souvent dans le financement de nouvelles technologies, de l'élaboration des nouveaux concepts marketing et des nouveaux produits qui apparaissent sur le marché.



Le capital-risque intervient à plusieurs phases du cycle de vie d'une firme allant du lancement de la firme, une *start-up* par exemple, jusqu'au capital développement. Ce dernier sert à financer l'expansion de l'activité d'une firme existante qui génère des revenus mais qui n'est pas encore profitable ou qui génère du cash-flow qui servira à une croissance future<sup>3</sup>.

Les jeunes entrepreneurs qui développent de nouveaux produits et de nouvelles idées ont un accès limité aux produits de financements traditionnels et manquent généralement de fonds. C'est principalement pour cette raison que ces entrepreneurs font appel aux investisseurs en capital-risque. Les investisseurs partagent le risque avec les entrepreneurs dans l'idée d'obtenir un retour sur investissement élevé pendant une courte période de temps.

Une idée répandue est que le capital-risque s'intéresse plus aux secteurs des nouvelles technologies, des biotechnologies ou de la santé, mais la réalité est que ce type de financement concerne tout les secteurs.

#### *1.1.1.4 Capital développement*

Le capital développement concerne les firmes déjà existantes, relativement matures dont le besoin de fonds servira à des opérations d'expansion, d'entrée sur de nouveaux marchés ou de financement d'une acquisition significative<sup>4</sup>.

Ces firmes sont relativement matures par rapport à celles qui font appel au capital-risque. Elles sont capables de générer des revenus et des profits mais n'ont pas assez de liquidité pour assurer des grandes expansions, des acquisitions ou d'importants investissements. En l'absence de telles liquidités, ces firmes auront peu d'alternatives sur le marché à part l'accès au capital développement surtout lorsqu'elles se trouvent proches du seuil maximal du taux d'endettement.

Nous distinguons trois sous-catégories du capital développement :

---

<sup>3</sup> A Kink in Venture Capital's Gold Chain. (7 October 2006), The New York Times.

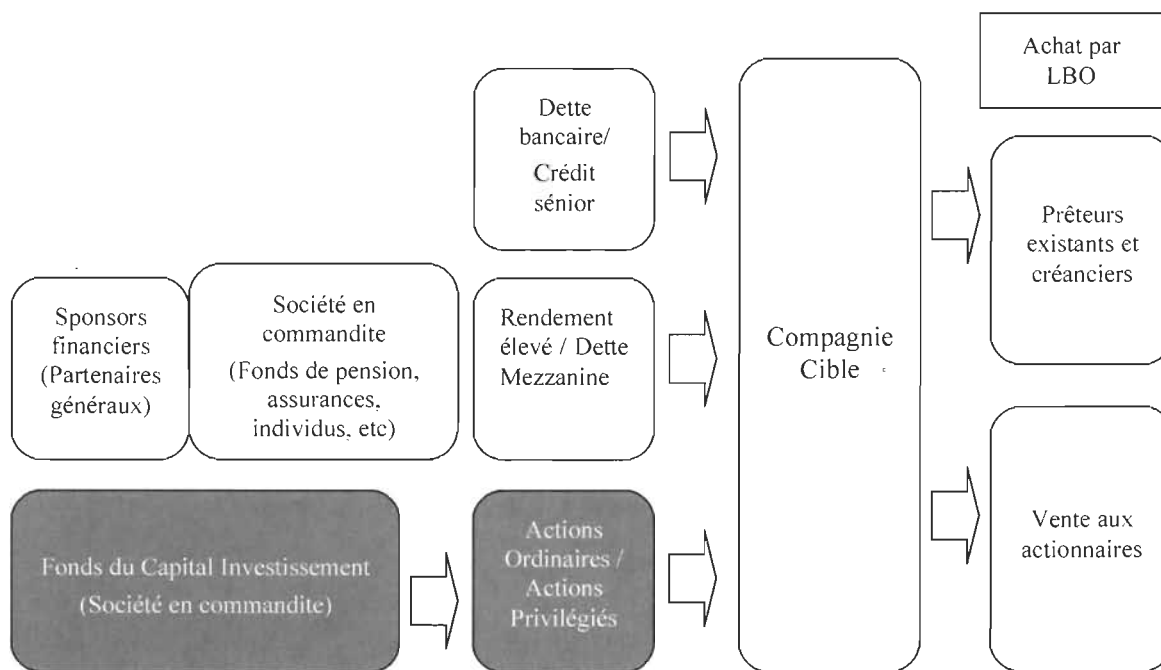
<sup>4</sup> Hervé Legoupil - Laurent Gayraud - James Weir (2005) Private equity and venture capital: A guide for institutional investors. AFIC

- Le « deuxième niveau » (appellation anglaise « second stage »), il s'agit des fonds alloués pour des fonds de roulement et des investissements qui sont nécessaires afin d'accéder aux nouveaux marchés.
- Le « niveau d'expansion » (appellation anglaise « expansion stage »), où il s'agit des fonds alloués pour l'expansion de l'activité de l'entreprise. Ces dernières font appel au capital développement en l'absence de fonds propres.
- Le « financement mezzanine » (appellation anglaise « mezzanine financing »), où il s'agit des fonds préparant la cession de l'entreprise vers d'autres acquéreurs ou son introduction en bourse.

#### *1.1.1.5 Leveraged Buy-out (Capital transmission)*

Le « *leveraged buy-out* », (LBO), fait référence au fait d'acquérir une entreprise, des actifs financiers ou une unité commerciale par effet de levier. Dans une transaction typique par effet de levier, les entreprises impliquées dans le capital investissement contrôlent majoritairement une entreprise existante ou mature. Ce qui les distingue des sociétés de capital-risque qui investissent dans les entreprises nouvellement créées ou émergentes et dont le contrôle n'est pas majoritaire. Par conséquent, le LBO peut ainsi être défini comme l'achat d'une entreprise financée partiellement par des emprunts, dans le cadre d'un schéma juridique spécifique et fiscalement optimisé où les dirigeants sont associés en partenariat avec des investisseurs professionnels spécialisés.

Les sociétés du capital investissement sont considérées comme des sponsors financiers, elles ciblent des entreprises prometteuses et ayant pour objectif principal de générer d'importants *Cash-Flows* en capital et intérêt. Les acquisitions par effet de levier se font souvent sans recours à un sponsor financier et ne donnent pas droit à une revendication des actifs gérés par le sponsor.



**Figure 1.1 Diagramme de la structure de base d'une transaction générique de Leveraged Buy-Out**

La proportion des dettes de la compagnie acquise, varie selon ses conditions financières, ses états financiers, son historique, les conditions du marché, les prévisions d'augmentation de levier ainsi que le coût d'intérêt et le ratio de couverture des intérêts. Historiquement le ratio des dettes d'un LBO varie entre 60% et 90% du coût d'achat<sup>5</sup>.

Notons qu'il existe deux principaux types de LBO :

Le LMBO ou *Management By-Out* est le rachat de l'entreprise acquise précédemment par un ou plusieurs de ses dirigeants ou de ses cadres non actionnaires ou minoritaires.

Le LMBI ou *Management By-In* est le rachat de l'entreprise acquise précédemment par un ou plusieurs acheteurs étrangers à l'entreprise.

#### 1.1.1.6 Capital-retournement

Le capital-retournement fait référence aux fonds investis dans l'acquisition des entreprises ayant des difficultés financières ou étant en redressement. En plus des fonds investis, cette stratégie exige une forte expertise en matière juridique et fiscale comme une forte connaissance du secteur d'activité de l'entreprise acquise.

#### 1.1.1.7 Cheminée du financement des entreprises

Jean Lachmann (1996) dans *Capital-risque et capital investissement*<sup>6</sup> met le lien entre les stades de développement d'une entreprise et les différentes étapes du capital investissement. Cette cheminée est présentée sur la figure 2.2 ci-dessous.

Comme nous pouvons le remarquer sur la figure, en matière de financement le capital amorçage et le capital-crédation sont associés avec les apports personnels, l'autofinancement et les aides publiques sous forme de dons et de subventions. Ces fonds sont nécessaires pour les études de faisabilité d'un nouveau produit, pour le prototype et la recherche et le développement. Ces mêmes sources de financement permettront le lancement et la création de l'entreprise.

Pendant la première phase de croissance c'est le capital-risque et les concours bancaires qui interviennent. Ces fonds permettent le décollage de l'entreprise et la mise sur le marché de ses premiers produits. A ce stade l'entreprise n'est pas encore profitable.

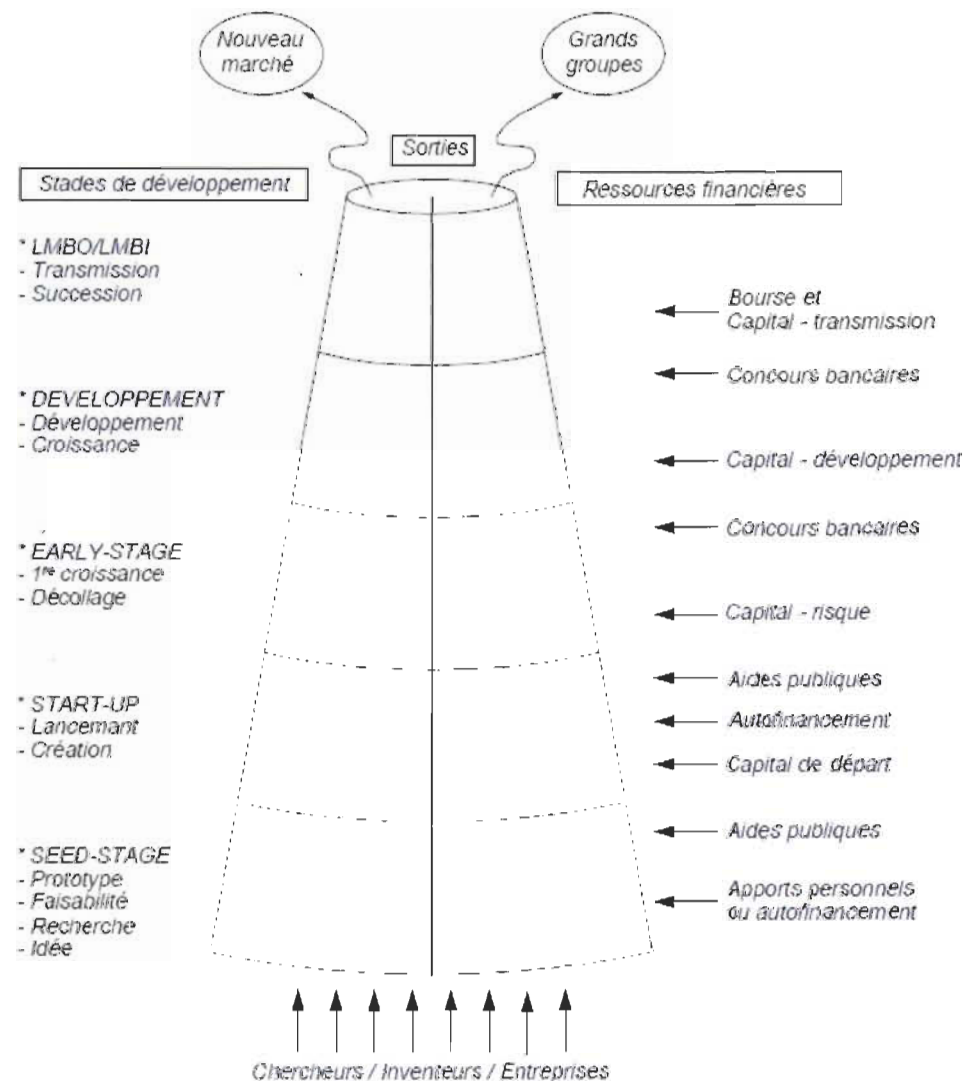
Le capital-développement intervient au stade de la croissance et du développement des activités d'une entreprise qui réalise des bénéfices.

---

<sup>5</sup> Steven N. Kaplan and Per Strömberg, Juin (2008), Leveraged Buyouts and Private Equity. Social Science Research Network

<sup>6</sup> Lachmann. J, Capital-risque et Capital Investissement (1996) Ed Economica, Paris

Une fois que l'entreprise est bénéficiaire et réalise des profits importants c'est le capital-transmission ou le LBO qui intervient. Cette étape est critique dans la vie d'une entreprise étant donné que c'est le moment où elle change de propriétaires. Elle sera soit achetée par des nouveaux entrepreneurs, soit deviendra une firme publique suite à une offre publique d'achat.



Source : Lachmann, J. Capital-risque et Capital Investissement. (1996). Ed Economica. Paris, P41

**Figure 1.2 Cheminée du financement des entreprises**

### 1.1.2 Le capital investissement islamique

Selon le Mufti Taqi Usmani (2007), le terme fonds d'investissement islamique désigne « un groupe d'intérêt commun où des investisseurs réunissent leur surplus d'argent dans le but de l'investir et d'en tirer un profit halal strictement conforme aux préceptes de la Législation Islamique »<sup>7</sup>. Le terme faisant référence au financement est connu sous le nom de « Mourabaha ».

En effet, aucun intérêt n'est permis et chaque investisseur en capital est considéré comme un associé qui partage les profits et les pertes au même niveau que les fondateurs de l'entreprise et dans les mêmes proportions. Il est toutefois à signaler que si une perte était la conséquence d'une mauvaise gestion, d'une fraude ou d'une négligence, seuls les gestionnaires devront subir la perte et non les investisseurs en capital investissement.

Le type d'entreprise éligible aux fonds d'investissement islamique est assujéti aux règles et normes de la Charia, et par conséquent son activité ne doit pas être relative à un domaine prohibé par la loi islamique tel que, la fabrication, la distribution ou la vente d'alcool, l'élevage de porcs, l'industrie des jeux de hasard et de la pornographie par exemple.

En 2011, la finance islamique représentait 1100 milliards de Dollar, soit une croissance de 24% par rapport à 2010, et atteindrait selon les prévisions, 2000 milliards de Dollar en 2013<sup>8</sup>.

---

<sup>7</sup> Abdu-ul-Jalil, B. Principes des fonds d'investissement islamiques dirigés par la Chari'a (Août 2007) Économie N :56

<sup>8</sup> Abdessalem, A. Tunisie : Crise de subprimes et printemps arabe reboostent la finance islamique (2 février 2012) [webmanafger.com](http://webmanafger.com)

En ce qui concerne la Tunisie c'est la Best Bank créée en 1983 (Al Baraka Banque depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2010), qui a été à l'initiateur de la finance islamique. Son activité est cependant restée limitée à cause de la politique gouvernementale qui a précédé la révolution qui était en désaccord avec le système du financement islamique. Cette stagnation dans le secteur financier a cependant connue un changement majeur avec la création en Tunisie de la Banque Zitouna en octobre 2009. L'objectif de cette banque était de subvenir aux besoins d'une clientèle nombreuse et d'instaurer le système du financement islamique.

Après la révolution qui a eu lieu en Tunisie en 2011 et l'accès au pouvoir d'un gouvernement islamiste, le secteur de la finance islamique a connu une grande expansion et un premier fonds commun de placement à risque a vu le jour le 29 juin 2012. Ce fonds assujetti à la loi islamique a pris le nom de « Theemar » (fruits). Le capital levé s'est élevé à cinquante millions de Dinars (trente-quatre millions de Dollars) et l'objectif principal de ce fonds est le financement des PME dans les zones intérieures du pays. Dernièrement et plus précisément, le 17 juillet 2013 un projet de loi relatif aux fonds d'investissements islamiques a été adopté devant l'assemblée nationale constituante. Cette loi vise à relancer les « Sukuks islamiques » dont le lancement sur le marché est planifié pour fin 2013. Les Sukuks sont l'équivalent des obligations où l'intérêt devient un profit prévu en avance à zéro risque.

### 1.1.3 Comment fonctionne le capital investissement

Sur le plan pratique, le fonctionnement du capital investissement est simple : des compagnies du capital-risque participent à une levée de fonds en faisant appel à des investisseurs au cours de l'année. Cette période fait référence à la « Grande année ». Ces investisseurs font référence aux Sociétés de Commandites (SC). Les firmes en capital investissement sont connues sous le nom de Partenaires Généraux (PG). Les partenaires généraux investissent dans les entreprises au nom des investisseurs, ils achètent des entreprises qu'ils croient être bénéficiaires et rentables au cours d'une période donnée en exploitant les capitaux et les compétences mises en place. Il s'agit ici de mettre en place toutes les stratégies permettant d'améliorer la performance de l'entreprise acquise.

Les partenaires généraux du capital investissement détiennent ces entreprises pour une période de trois à cinq ans et peuvent attendre jusqu'à sept ans avant de les vendre, en espérant réaliser un gain suite à l'augmentation de sa valeur entre la date d'acquisition et la date de vente. De ce fait, le gain est fonction de la valeur de vente de l'entreprise. Plus sa valeur augmente sur le marché plus le gain est important. Ce concept équivaut à acheter une propriété nécessitant des réparations, puis à la remettre à neuf afin de faire augmenter sa valeur et enfin de la revendre pour réaliser un gain. Ceci n'empêche pas que des risques soient encourus comme par exemple des coûts de réparation non prévus ou la baisse du marché immobilier. Ce qui est sûr aussi, c'est que la transformation des entreprises est plus complexe : nouveau produit, nouveau concept, nouvelle technologie, barrière d'entrée sur le marché, etc. En outre et de manière générale, le business plan de la compagnie acquise est très différent de celui mis en place initialement par les fondateurs.

La plupart des firmes de capital investissement sont privées et chargent des frais annuels de gestion auprès des sociétés de commandites. Ces frais varient entre 1 et 2% des fonds investis. Ils servent à financer les opérations quotidiennes des firmes du capital-risque, à payer les salaires des employés et le loyer.



Le gain net de la revente d'une firme est partagé selon un ratio 20-80, avec 20% attribués aux partenaires généraux (PG) et 80% attribués aux sociétés en commandites. Le gain net correspondant au prix de vente moins tous les frais et charges lié à l'investissement et de gestion. Les 20% attribués aux PG font référence aux « intérêts de récupération », soit la partie que les PG reçoivent comme compensation. Cette compensation les motive à améliorer la performance du fonds. Elle leur permet aussi de couvrir les pertes sur les mauvais investissements. Il faut aussi noter que les PG du capital-risque prévoient dans leurs estimations le risque engendré pour chaque entreprise acquise ainsi que les gains anticipés. En effet, le gain réalisé suite à la vente d'une seule entreprise, pourra à lui seul couvrir toutes les pertes engendrées par les mauvais investissements.

À noter que les firmes du capital-risque apportent aujourd'hui plus que du capital, elles font bénéficier le marché de leur savoir-faire et de leur profonde expertise dans les secteurs où elles investissent, elles font la promotion d'une culture d'entrepreneuriat qui récompense les hautes compétences (Technologie d'information par exemple), et elles donnent des conseils pour la prise de décision.

## **1.2 CAPITAL-RISQUE**

Dans la section précédente nous avons analysé brièvement le capital-risque. Nous allons à présent entrer dans le détail en mettant l'accent sur l'histoire du capital-risque ainsi que sur les étapes qui le définissent.

### **1.2.1 Historique du capital-risque**

#### *1.2.1.1 Parution du capital-risque aux USA*

La première forme de capital-risque apparaît et se développait aux États-Unis de la fin du 19<sup>ème</sup> siècle début du 20<sup>ème</sup> siècle.

David Lample (1989) a écrit sur l'histoire du capital-risque : « New York, la cité des fortunés dont les Vandertakings, les Whitneys, les Morgans et les Rockefellers qui se sont aventurés dans les secteurs des hayons, acier, pétrole et bancaire. Bien que tous ces investisseurs ne sont pas connus, mais ces riches familles étaient les premiers entrepreneurs dans la haute technologie. Lorsque le jeune inventeur Scot Alaxander Graham Bell a voulu procéder à ces premières expérimentations sur le téléphone en 1874, c'est l'avocat Gardiner Green Hubbard, originaire de Boston, et le marchand du cuir Thomas Sanders, originaire de Salem, qui l'ont aidé financièrement et plus tard lui ont levé les fonds nécessaires pour lancer sa compagnie Bell Téléphone Co à Boston<sup>9</sup> ».

Le marché du capital-risque est resté non-organisé et fragmenté de la fin du 19<sup>ème</sup> siècle au début du 20<sup>ème</sup> siècle. Des années 1930 aux années 1940 les familles riches faisaient appel à des consultants et à des managers professionnels afin de cibler les firmes prometteuses. Mais, la première forme du capital-risque moderne apparaît en 1946 quand le président du MIT, Karl Compton, le président du Massachusetts Investors Trust, Merrill Grisworld, le président de la Fédéral Reserve Bank of Boston, Ralph Flanders et le professeur du Harvard Business School, le Général Georges F Doriot, lancent l'American Research and Development (ARD). L'objectif de cette compagnie était de financer des entreprises dans le secteur technologique pouvant laisser envisager un avenir prospère. Plusieurs d'entre elles ont vu le jour durant la seconde guerre mondiale et ont largement contribué aux innovations technologiques de l'armée américaine. Durant la même période, d'autres firmes sont apparues à San Francisco Bay et se sont spécialisées dans l'investissement de jeunes start-ups technologiques.

En 1958 la première société en commandite fait son apparition (Draper, Gaither et Anderson)<sup>10</sup>. Depuis, les sociétés en commandites sont devenues la principale structure des entreprises en capital-risque. Elles ont prouvé leur efficacité en matière de collecte des fonds chez les investisseurs institutionnels et elles ont démontré qu'elles sont les meilleurs intermédiaires entre les investisseurs et les gestionnaires des fonds.

---

<sup>9</sup> Lample, D. "Investing in the Future". Mimeo, 4. (1989).

<sup>10</sup> Duruflé. G. Why Venture Capital is Essential to the Canadian Economy: The Impact of Venture Capital on the Canadian Economy CVCA (2009)

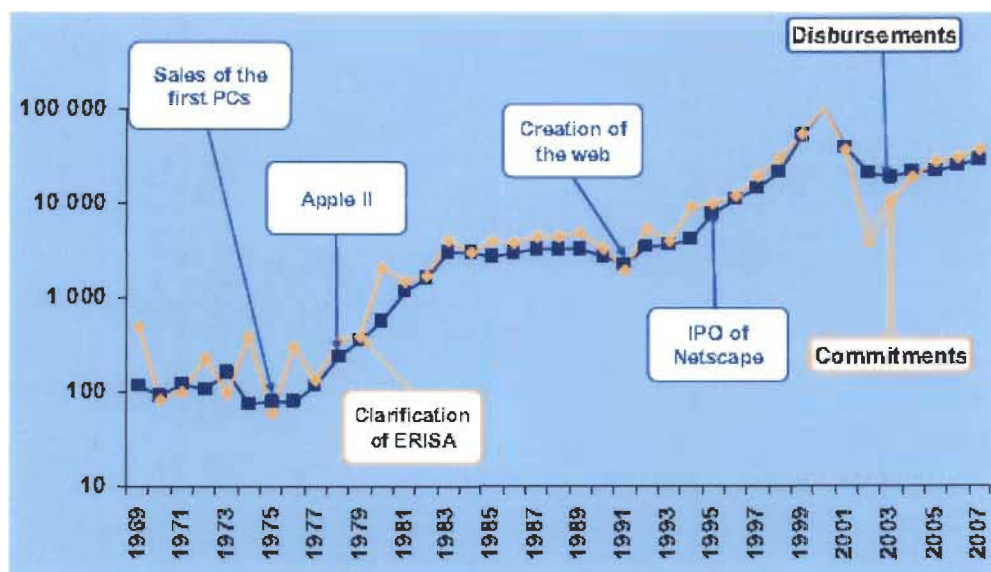
La SBIC (Small Business Investment Corporation) apparaît en 1958 et développe un programme permettant le financement des jeunes entreprises dans divers secteurs en les mettant en lien avec des investisseurs privés. Cette stratégie a permis à SIBC de contrôler la majorité des investissements dans le capital-risque aux États-Unis. SIBC a permis aussi de former des professionnels au capital-risque qui ont développé une expertise dans le domaine. C'est ainsi que la première offre publique d'achat a fait son apparition.

En 1971 le NASDAQ est lancé. Cet indice boursier moins rigoureux que le NYSE a facilité l'accès d'entreprises actives dans le milieu technologique aux financements publics.

Le secteur du capital-risque a connu une grande croissance de la fin des années 1970 aux années 1980 avant d'être heurté par la crise du marché financier en 1987, où le secteur a connu un ralentissement jusqu'à la moitié des années 1990. Après 1995 le secteur reprend avant d'être heurté une autre fois en 2000 avec l'explosion de la bulle Internet. Entre 2000 et 2003 plusieurs entreprises ont réalisé des pertes et le marché s'est pratiquement réduit de moitié, avant de se stabiliser jusqu'en 2005<sup>11</sup>. La Figure 1.3 montre l'expansion du secteur du capital-risque aux États-Unis entre 1969 et 2007 en mettant le point sur les principaux événements du développement de la technologie d'information.

---

<sup>11</sup> Money tree survey, [www.pwcmoneytree.com](http://www.pwcmoneytree.com) février 2006.



Source: Thomson Reuters

**Figure 1.3 Montants levés et investi aux USA par les fonds du capital-risque de 1969 au 2007**

### 1.2.2 Étapes du capital-risque

Selon la législation tunisienne<sup>12</sup> :

Les sociétés d'investissement à capital-risque ont pour objet la participation, pour leur propre compte ou pour le compte des tiers et en vue de sa rétrocession, au renforcement des fonds propres des entreprises et notamment des entreprises promues par les nouveaux promoteurs tels que définis par le code d'incitation aux investissements, des entreprises implantées dans les zones de développement régional, telles que fixées par ledit code, des entreprises objet d'opérations de mise à niveau ou rencontrant des difficultés économiques et bénéficiant de mesures de redressement conformément à la législation en vigueur, ainsi que des entreprises qui réalisent des investissements permettant de promouvoir la technologie ou sa maîtrise ainsi que l'innovation dans tous les secteurs économiques.

<sup>12</sup> Loi 95-87 du 30 octobre 1995, modifiant et complétant la loi 88-92 du 2 août 1988 relative aux sociétés d'investissement, Journal officiel de la république tunisienne n°89,7 novembre 1995, Tunis, p 2080.

Selon cette définition, les sociétés d'investissement en capital-risque (SCR) investissent les fonds qu'elles ont collectés auparavant, dans des jeunes entreprises à fort potentiel, actives dans le secteur technologique ou toute autre activité innovante sur le marché.

Josh Lerner et Paul Gompers (2004) définissent le capital-risque comme étant une manière de « Gérer de façon indépendante, des sommes de capitaux alloués pour acquérir des jeunes entreprises qui montrent des fortes prévisions de croissance<sup>13</sup> ». En effet, ils mettent le point sur trois éléments importants à savoir :

- Pour l'acquisition des jeunes firmes, les auteurs parlent dans le même texte des compagnies technologiques à fort potentiel. Le capital-risque finance les entreprises actives dans le secteur technologique à haut potentiel et à haut risque dont l'accès aux financements traditionnels est limité. Par secteur technologique ils font référence à la technologie d'information, aux sciences de la vie et aux autres technologies.
- Le fait d'être une jeune entreprise privée à fort potentiel ne justifie pas à elle seule l'acquisition. La protection des intérêts des investisseurs et du propriétaire-dirigeant est au centre de négociation entre les deux partis si le projet de financement est accepté.
- Les investisseurs en capital-risque investissent dans ces compagnies et par conséquent deviennent copropriétaires de ces entreprises.

En ce qui concerne les véhicules de financement des investisseurs en capital-risque nous citons, à titre d'exemple, les actions ordinaires et privilégiées, les dettes convertibles et les *warrants*. En effet, les jeunes firmes spécialisés dans la recherche et le développement, les technologies de l'information et dans le secteur des sciences de la vie font appels aux SCR car les banques et les investisseurs traditionnels exigent des garanties tangibles.

---

<sup>13</sup> Lerner Josh. Gompers Paul. The Venture Cycle. second edition. The MIT Press. 2004, p.17.

Comme nous l'avons souligné dans la section précédente, afin de lancer une offre publique d'achat, le financement peut prendre jusqu'à sept ans et c'est la raison qui rend le capital-risque fortement risqué et non liquide.

Chaque équipe d'une SCR gère indépendamment les fonds alloués afin d'acquérir et de gérer financièrement ces jeunes compagnies. Ces équipes sont des professionnels spécialisés dans les secteurs où ces entreprises sont actives. Une parfaite connaissance du domaine d'activité de *start-up* permet d'atténuer au maximum l'asymétrie d'information et de définir les stratégies à suivre dans l'avenir.

Douchane et Rocchi (1997) classent le champ d'intervention du capital-risque en deux sous-catégories : le capital-amorçage et le capital-crédation. Dans le tableau 1.1 ils résument les différences entre le capital-amorçage et capital-crédation<sup>14</sup> :

	Capital-amorçage	Capital-crédation
Chiffre d'affaires	0	>0
Résultat net	Perte par absence de produits encaissés	Perte (incapacité d'atteindre le point mort)
Montant investi	Faible en raison des risques	Plus élevé (risque moindre)
Nature des besoins couverts	- Étude de faisabilité - Prototypes tests - Préséries - R&D	-Industrialisation -Commercialisation -Recherche et investissement
Plus-value potentielle	Très élevée	Élevée
Intensité de la prise de risque	Probabilité proche de celle de gagner le gros lot de la loterie	Très élevé
Nature du risque	De produit, de concept technologique	-Industriel -De marché
Modèle organisationnel	Absence (créateurs travaillant dans son garage)	Informel
Maturation	De un à cinq années	De un à trois années

Source : Douchane Amar et Rocchi Jean Michel (1997), technique d'Ingénierie financière : pratique et technique des montages financiers, Ed. SEFI, Paris P23

**Table 1.1 Comparaison capital-amorçage et capital-crédation**

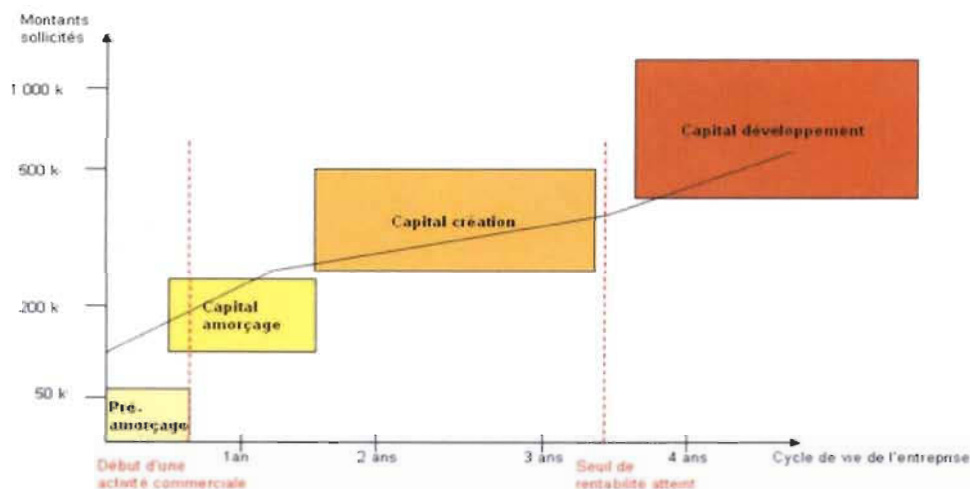
<sup>14</sup> Douchane Amar et Rocchi Jean Michel (1997), technique d'Ingénierie financière : pratique et technique des montages financiers, Ed. SEFI, Paris P23.

Toutefois, Ross, Westerfield et Jeffrey (2005) dans *Corporate Finance* définissent six sous-catégories d'interventions du capital-risque correspondant de près aux stades du développement de l'entreprise<sup>15</sup>. Ces étapes d'intervention sont schématisées dans la figure 1.4 et sont les suivantes :

- Le capital amorçage : il s'agit de financer une nouvelle idée ou un nouveau produit ne nécessitant pas de fonds très importants. C'est la raison pour laquelle les investisseurs à ce stade sont principalement des « business angels » et des personnes physiques.
- Le capital-crédation : à ce stade les compagnies sont déjà établies et ont besoin d'un financement soit pour développer un produit, soit pour le promouvoir avec du marketing, soit pour le commercialiser.
- Le premier niveau d'expansion : à ce stade le nouveau produit est lancé et l'entreprise a besoin du financement pour augmenter ses ventes sur le marché.
- Le deuxième niveau d'expansion : à ce stade l'entreprise fait des ventes sur le marché mais elle ne réalise pas encore de profits, et c'est pourquoi elle a encore besoin de fonds, et en particulier de fonds de roulement.
- L'expansion : connu aussi sous le nom de « mezzanine », cette étape est le moment où l'entreprise commence à faire des profits et où elle a besoin de fonds afin d'étendre et de développer son activité.
- La sortie du capital-risque : aussi connu sous le nom du « financement pont », ces fonds seront utilisés pour la préparation de l'entreprise à son offre publique d'achat.

---

<sup>15</sup> Ross Stephen A., Westerfield Randolph, Jaffe Jeffrey. *Corporate Finance*. 8th Edition. McGraw-Hill publishing (2005).



Source: ACPE (Agence pour la création d'entreprises)

**Figure 1.4 Étapes du capital-risque en fonction du cycle d'une entreprise**

### 1.2.3 Fonctionnement du capital-risque

Les entreprises du capital-risque ont trois principales activités : la collecte de fonds, la création de valeur et la distribution des profits.

#### 1.2.3.1 Collecte des fonds

L'activité principale des gestionnaires du capital-risque est la collecte de fonds. Ces gestionnaires forment des équipes indépendantes qui collectent des fonds chez les investisseurs institutionnels : des fonds de pensions, des dons universitaires et des fonds chez les institutions financières. Notons que d'autres fonds existent, tels que les fonds corporatifs et les fonds gouvernementaux. En effet, ces fonds sont structurés au sein de sociétés de commandites (SC) et sont gérés par des équipes nommées partenaires généraux (PG). Les PG investissent des portions importantes de leurs propres richesses. Néanmoins, la collecte de fonds se fait sur un temps relativement court (de trois à cinq ans) et permet aux bons gestionnaires de continuer dans le domaine et aux mauvais de le quitter.

Différents caractéristiques ont permis aux SC de dominer le capital-risque :



- La plupart des sociétés en commandites sont des institutions exonérées d'impôt tel que les fonds de pension.
- Ces sociétés sont favorisées par les investisseurs puisque les fonds qui y sont placés le sont à long terme.
- Les investisseurs sont expérimentés mais peu nombreux et aucune restriction n'est exigée par les autorités des marchés financiers.
- La distribution des frais de gestion aux gestionnaires de fonds les encourage à faire de bonnes performances.

Cependant, le rôle des sociétés en commandites se limite au choix des fonds dans lesquels elles investissent et à la contribution aux capitaux. Elles n'interviennent pas dans la gestion des fonds. Tous les frais sont définis dans le contrat de partenariat. D'après ce même contrat, les SC ne peuvent exclure les PG que dans des cas bien définis. Toutefois, elles ont le choix de ne pas investir dans les fonds qui seront par la suite collectés par les PG.

Enfin, un partenariat prend généralement fin après dix ans, avec une option d'extension de deux ans. La période d'investissement est de trois à cinq ans, période après laquelle un nouveau fonds est collecté.

#### *1.2.3.2 Création de la valeur*

Une fois que les fonds sont collectés, les PG les investissent dans un portefeuille de compagnies. Durant cette phase, pour un résultat optimum, différentes conditions doivent être réunies :

- Les PG collectent des fonds auprès des universités, des centres de recherche, des grandes entreprises, et des entrepreneurs. S'ils voient de bonnes opportunités sur le marché, ils peuvent eux-mêmes créer des entreprises pour la collecte de fonds.
- Les équipes de gestionnaires établissent les bons modèles d'entreprise (« Business Model » en anglais), cherchent les marchés potentiels avec des technologies prometteuses, déterminent les capitaux nécessaires afin de générer une plus-value et préparent la cession des firmes réussies.

- Une meilleure gestion des conflits qui peuvent surgir entre les investisseurs, les équipes de gestion et les syndicats.
- Une grande capacité à travailler avec les fondateurs des entreprises acquises. Il est à noter que les entreprises en capital-risque sont très exigeantes envers la sélection des plans d'affaires. Sur cent plans d'affaires présentés, dix sont retenus et un projet ou deux sont financés.

Les entreprises financées ne réussissent pas toutes, et de ce fait, les PG performants sont ceux qui prennent les bonnes décisions quant au choix ou au rejet des entreprises et des projets considérés comme valables ou pas. Par conséquent, les firmes en capital-risque diversifient les compagnies dans lesquelles elles investissent afin de minimiser les risques

Une cession réussie nécessite une excellente gestion comme des bonnes relations avec le conseil d'administration et les gestionnaires du fonds. En outre, cette relation devrait être bien établie tout au long de la vie de l'entreprise. Avant la cession une bonne gestion du modèle d'entreprise « Business Model », une bonne assistance et surtout une participation active à son développement et à son expansion sont requises. Pour qu'une offre publique d'achat OPA soit réussie, une expertise de tous les partenaires est nécessaire. Plus ces experts se limitent à un nombre limité d'investissements, plus les chances de succès sont garanties.

#### *1.2.3.3 Distribution des profits*

Une fois la compagnie précédemment acquise est revendue ou mise sur le marché public, les profits sont partagés entre les SC et les PG selon un ratio 80/20. Les SC recevront 80% des capitaux et des profits et les PG recevront 20%. Le pourcentage accordé aux PG s'appelle les « intérêts reportés ». Il faut relever qu'avant le partage des profits, plusieurs accords déterminent en avance un taux de rendement minimal à verser aux gestionnaires du fonds.

#### *1.2.3.4 Problématiques à surmonter lors des investissements*

Les investisseurs en capital-risque rencontrent plusieurs problèmes lors du financement des entreprises tels que l'incertitude, l'asymétrie d'information et la non-liquidité des investissements. Afin de les résoudre, il faudra procéder comme suit :

- Afin de réduire l'incertitude, les investisseurs font appel à une équipe de professionnels spécialisés dans le domaine d'activité de l'entreprise acquise. Ces professionnels ont une connaissance du marché, de la compétition et de la clientèle.
- Afin de réduire l'asymétrie d'information, une due diligence est requise. Après l'investissement, un processus de contrôle continu avec une participation active du conseil de l'entreprise doit être mis en place.
- Afin de relier les intérêts des entrepreneurs à ceux des investisseurs il faut mettre en place un système de compensation efficace.
- Afin de faire face aux actifs intangibles, le financement par capitaux est préférable.
- Afin d'atténuer le risque financier et la non-liquidité, il faut diversifier les sources de financements en optant par exemple pour des fonds de pensions privés et publics ou des compagnies d'assurances.

### 1.3 LA SPÉCIALISATION DES SOCIÉTÉS DE CAPITAL-RISQUE

#### 1.3.1 Spécialisation selon le stade de développement de l'entreprise

Toutes les SCR n'investissent pas dans des *start-up*. Plusieurs d'entre elles interviennent à différents stades du cycle de vie de l'entreprise, voir au tout début, c'est-à-dire au stade d'amorçage, ou encore à la fin, au moment du capital-transmission. Au stade initial d'investissement, les investisseurs fournissent à la compagnie les fonds nécessaires pour son bon fonctionnement pendant le premier ou le second stade de sa croissance. D'autres SCR interviennent durant le dernier stade du développement de l'entreprise afin de faciliter sa sortie et son introduction sur le marché public. Finalement, au niveau du capital-transmission, la SCR peut demander l'assistance de gestionnaires ou de parties externes afin de contrôler la firme.

#### 1.3.2 Spécialisation géographique

Souvent les SCR préfèrent investir dans des compagnies se situant dans le même secteur géographique. Derrière cette préférence il y a le désir de gérer, de suivre et de contrôler l'investissement (McNaughton, 1991). Le fait que les investisseurs et les entrepreneurs soient géographiquement proches permet d'économiser du temps, de mieux contrôler la gestion des fonds, d'être en contact direct avec l'équipe de management et d'étudier avec elle les stratégies et les décisions à prendre. En outre, et selon la région concernée, ceci peut donner un accès rapide à un personnel hautement qualifié, à des firmes juridiques et à toutes les autres facilités aidant au développement de l'entreprise. Finalement, notons que selon MacIntosh (1997) plusieurs SCR cherchent à s'installer à côté des milieux innovateurs.

### 1.3.3 Spécialisation selon la taille

À chaque levé de fonds, les SCR fixent une fourchette d'investissement. . En effet, le montant minimal à collecter correspond au montant qui justifie un retour sur investissement important. D'ailleurs, les SCR évitent de se disperser sur plusieurs petites affaires. En outre, le montant maximal à collecter est souvent lié à la taille des fonds qui seront investis et sous prétexte de diversifier le portefeuille des investissements. Ceci concerne aussi les SCR qui se spécialisent dans le financement des entreprises matures.

### 1.3.4 Spécialisation selon le secteur d'activité

Bien que selon certaines études (Bessis, 1988; Walker 1989; MacIntosh, 1997) une grande partie des SCR investissent dans le domaine de la haute technologie, ceci n'est pas applicable à toutes les SCR. Selon Knight (1994) la technologie d'information est classée en bas de l'échelle (18 sur 24 – voire le quatrième chapitre de ce mémoire) ; cependant, les possibilités de forte croissance dans ce secteur, la protection par des brevets et la présence de prototypes compensent le mauvais classement.

Certaines SCR diversifient leurs investissements en incluant les secteurs des technologies de l'information, les sciences de la vie, les biens de consommations, etc. D'autres se spécialisent seulement dans un secteur tel que, par exemple, le secteur technologique, le secteur manufacturier ou les services financiers.

En effet, il est impossible de connaître et de maîtriser tous les domaines d'activités comme de se positionner sur toutes les opportunités d'investissement. Par conséquent, beaucoup de discipline est exigée afin que les SCR se concentrent uniquement sur les secteurs qu'elles soient en mesure de comprendre ou qu'elles demandent alors conseil pour maximiser les chances de succès.

## **1.4 LES INTERVENANTS DU CAPITAL INVESTISSEMENT ET DU CAPITAL-RISQUE**

Les intervenants du capital investissement et du capital-risque comportent plusieurs catégories allant des particuliers jusqu'à l'État en passant par les investisseurs institutionnels, publiques, parapubliques, groupes du « corporate financing », groupes industriels et organismes du capital investissement. Chacun de ces intervenants possède leurs propres caractéristiques, leurs propres intérêts ainsi que le propre rôle qu'ils jouent dans le capital investissement.

Nous présenterons brièvement les intervenants majeurs du processus de capital investissement :

### **1.4.1 Les organismes du capital investissement**

L'Association Française des Investisseurs pour la Croissance (AFIC) définit les organismes de capital investissement comme étant « tout organisme effectuant des investissements en fonds propres dans des entreprises non cotées, se basant sur une équipe de professionnels, se consacrant à temps plein à cette activité et apportant une contribution constructive aux opérateurs dans lesquels il investit<sup>16</sup> ». Il est à noter que ces organismes ne sont pas tous organisés de la même façon. La taille, la structure et la manière de gérer les fonds diffèrent d'un organisme à un autre.

### **1.4.2 L'État**

L'objectif principal de l'État est de relancer l'économie principalement dans les régions et les zones défavorisées, mais encore de réduire le chômage, de créer des emplois, de promouvoir la recherche et le développement tout en suivant le développement technologique mondial.

---

<sup>16</sup> Rapport sur l'activité du capital investissement en France en 1999, annexe 1. AFICPWC

L'État intervient de plusieurs façons, soit indirectement par l'attribution d'avantages fiscaux accordés aux investisseurs en capital investissement, soit directement par la création de fonds nationaux et régionaux du capital-risque.

#### 1.4.3 Les institutions bancaires et les compagnies d'assurance

La motivation principale des institutions bancaires et des compagnies d'assurance est la plus-value réalisée en investissant initialement dans de jeunes entreprises prometteuses et en les revendant plus tard.

D'ailleurs, la plupart des banques étaient les premières à créer des firmes en capital-risque sous la forme de filiales indépendantes. Il est toutefois à signaler que les SCR bancaires en Afrique sont ouvertement critiquées car elles exigent des entreprises des garanties comparables à celles exigées pour l'octroi des financements traditionnels.

#### 1.4.4 Les fonds de pensions

Un des avantages des fonds de pension est la collecte de fonds auprès des particuliers sur le long terme. Cette opération permet à des caisses de dépôt de collecter des fonds et de financer des projets sur des moyennes et des longues périodes.

#### 1.4.5 Les investisseurs industriels

Ces investisseurs sont principalement des manufactures ou des grandes firmes qui commercialisent des produits innovants. Ils investissent largement dans des firmes en capital-risque. Leur objectif est d'externaliser une partie de leur recherche et de leur développement. Le but de l'externalisation d'une part de minimiser les coûts et les risques, d'autre part de maximiser les retombées financières (dans le cas où les entreprises dans lesquelles elles ont investies seraient bénéficiaires).

#### 1.4.6 Le corporate financing

Les groupes industriels sont à l'origine du « corporate financing ». Aujourd'hui ces firmes ont l'expertise nécessaire pour diversifier leurs fonds d'investissements. Le but cherché par ces groupes est soit la création d'une plus-value en achetant et en revendant des PME, soit le développement d'une technologie similaire à la leur, soit le développement d'une autre technologie innovante et d'avenir.

L'intervention des groupes industriels peut se faire soit directement auprès d'une PME où le groupe reste un actionnaire minoritaire, soit à travers un fond de capital-risque dirigé par une équipe indépendante, soit par spin-off où le groupe devient actionnaire majoritaire dans la PME.

#### 1.4.7 Les particuliers et les investisseurs informels

##### *1.4.7.1 Les anges d'affaires (Business angels)*

Les anges d'affaires (de l'appellation anglaise « Business angels ») sont des personnes physiques qui investissent une partie de leurs actifs financiers dans des sociétés à fort potentiel. Aux États-Unis on estime l'existence de 400 000 « Business angels ».

Les « business angels » sont souvent des anciens entrepreneurs, ils peuvent être aussi des anciens chefs d'entreprises, des cadres supérieurs, des membres de la même famille qui se regroupent pour investir dans des projets à fort potentiel. Ils se regroupent dans des réseaux associatifs (d'intérêt général) ou des Sociétés d'Investissements de Business Angels (SIBA) et interviennent principalement en phase d'amorçage.

Les « business angels » investissent en général dans des entreprises appartenant à des secteurs d'activités qui leurs sont familiers, et en relation avec leurs expériences professionnels antérieures. En plus de l'argent investi, ils apportent leurs savoir-faire, leurs carnets d'adresses et leurs disponibilités.



Les « business angels » sont principalement motivés par les nouvelles aventures entrepreneuriales, les crédits d'impôt et la réalisation de plus-values en vendant les entreprises rentables.

#### *1.4.7.2 Les petites structures indépendantes*

Ces structures ont des statuts d'associations. Nous trouvons des associations de chefs d'entreprises ou d'anciens élèves appartenant à l'élite de la nation. Ils forment des fonds d'investissement qui sont en relation avec leurs secteurs d'activités.

#### *1.4.7.3 Le capital de proximité*

Il s'agit du « love money ». Ce sont des fonds apportés par des proches, des connaissances, voire même des donateurs locaux dont l'objectif est la promotion locale de leur économie.

## **1.5 CONCLUSION**

Depuis son apparition aux États-Unis vers la fin du 19<sup>ème</sup> siècle, le capital-risque (une des stratégies du capital investissement) a connu d'énormes avancées au point de devenir un domaine en soi.

Aujourd'hui les sociétés en capital-risque se sont spécialisées dans ce domaine en fonction du stade de développement de l'entreprise, de la zone géographique, de la taille ou du secteur d'activité concerné. Plusieurs intervenants sont actifs sur le marché allant des simples personnes physiques jusqu'à l'État.

Ce chapitre nous a permis de mettre à jour le domaine du capital-risque, ses fonctions et ses différents acteurs selon leurs intérêts et leurs spécialisations de manière générale.

Dans le prochain chapitre nous nous pencherons sur le capital-risque en Afrique, ses acteurs, le cadre légal et fiscal qui le régit tout en évoquant les critiques qui leurs sont adressées.

## 2 CHAPITRE 2 - LE CAPITAL-RISQUE EN AFRIQUE

### 2.1 LE CAPITAL-RISQUE EN TUNISIE

Au sein des pays du Maghreb Arabe la Tunisie est considérée comme le premier pays à s'intéresser aux investissements en capital-risque et ce depuis la fin des années 1980. Afin de mieux cadrer ce secteur, une législation qui ne cesse d'évoluer a été mise en place. Notons que vers la fin de 1999, vingt-deux SCR sont en activité et gèrent des ressources qui s'élèvent à 157 millions Dinars (100 millions Dollars canadiens).<sup>17</sup> Le 31 décembre 2004 ce chiffre est passé à trente-six, représentant près de 250 millions de Dinars (soit 160 millions de Dollars canadiens). À ce jour quarante-cinq SCR sont actives en Tunisie<sup>18</sup>.

Dans la première section, nous présenterons la législation tunisienne régissant les SCR d'avant et d'après la révolution de liberté et de dignité en mettant l'accent sur les améliorations apportées par ce cadre.

Dans une deuxième sous-section, nous présenterons le positionnement de la Tunisie en matière d'attractivité du capital-risque sur l'échelle internationale. Nous la positionnerons aussi vis-à-vis de ses pairs.

Par la suite nous présenterons les indicateurs statistiques clés du capital investissement et capital-risque pour la Tunisie à savoir : la répartition des investissements totaux entre 2009 et 2011 ; le nombre d'emplois créés durant la même période ; la répartition des investissements selon les stades du capital investissement ; la répartition des investissements dans le secteur de l'innovation technologique ainsi que les délais avant la sortie.

Dans la dernière sous-section, nous recenserons les différentes critiques émises par les entrepreneurs et les investisseurs.

---

<sup>17</sup> Association Professionnelle Tunisienne des Banques et des Établissements Financiers

<sup>18</sup> Idem

## 2.1.1 Chronologie de la législation régissant les SCR d'avant révolution en Tunisie

### 2.1.1.1 *Loi 88-92 du 02 août 1988*

En Tunisie, la première loi régissant les sociétés d'investissement en capital-risque date du 2 août 1988 (loi 88-92). Cette loi relative aux SCR a été révisée à plusieurs reprises avant et après la révolution Tunisienne de 2011. La dernière révision s'est concrétisée par le décret-loi n°2011-99 du 21 Octobre 2011. La première SCR créée en Tunisie en 1995 est la Société de Participation et de Promotion de l'Investissement (SPPI).

### 2.1.1.2 *Loi n°93-120 du 27 Déc. 1993<sup>19</sup>*

La loi 93-120 du 27 décembre 1993 porte sur la promulgation du code d'incitation aux investissements. En effet, le code d'incitation aux investissements couvre tous les secteurs d'activité à l'exception des mines, de l'énergie, du commerce intérieur et du secteur financier qui sont régis par des textes spécifiques.

Par cette loi plusieurs avantages sont accordés aux investisseurs soit fiscaux, prévus aux articles 7, 8 et 9 du code qui sont accordés sur simple déclaration, soit des avantages financiers qui sont accordés par décision du ministre concerné après avis d'une commission d'octroi d'avantages. Des avantages supplémentaires peuvent aussi être accordés après avis de la commission supérieure des investissements.

Le Code d'incitations à l'investissement s'est enrichi d'une multitude de textes réglementaires qui ont complété le Code initial promulgué en 1993. En effet, depuis 1995, de nouveaux textes sont venus modifier et apporter de nouvelles dispositions aux textes initiaux, notamment en 1999 et 2001, redéfinissant ce qu'il en est des zones de développement régional, des nouveaux promoteurs, des PME et des nouvelles technologies.

---

<sup>19</sup> Loi n°93-120 du 27 Déc. 1993 portant promulgation du code d'incitations aux investissements - Jort n°99 du 28/12/93

#### 2.1.1.3 *Loi 95-87 du 30 octobre 1995*

L'article 21 de la loi 95-87 du 30 octobre 1995 définit clairement l'objet et le champ d'intervention des SCR comme organisme de participation pour leur propre compte ou pour celui d'un tiers :

- Des nouvelles entreprises ;
- Des entreprises implantées dans des zones de développement régionales ;
- Des entreprises en difficultés;
- Des entreprises contribuant à la promotion de la technologie et de l'innovation.

Avec l'accord du Conseil de Marché Financier (CMF)<sup>20</sup>, les SCR ont la possibilité d'effectuer des opérations connexes et comptables avec leur activité.

#### 2.1.1.4 *Loi 95-88 du 30 octobre 1995*

La loi 95-88 du 30 octobre 1995 a accordé plusieurs avantages fiscaux aux SCR. Conformément aux articles 1 et 2 de la loi 95-88, les personnes physiques ou morales peuvent déduire de leurs revenus ou bénéfices imposables, les montants réinvestis dans la souscription des SCR ou placés auprès d'elles dans des fonds gérés, pour une durée minimum de cinq ans à compter du premier janvier de l'année qui suit celle du placement. La déduction ne doit pas aboutir à un impôt, sur les sociétés ou sur les revenus des personnes inférieur au minimum d'impôt prévu respectivement par l'article 12 et 12 bis de la loi 89-114 du 30 décembre 1989, qui est de 20 %. L'article 3 de la loi 95-88 stipule l'exonération totale de l'impôt, sans conditions sur les plus-values de cession des actions et des parts sociales réalisées par les SCR pour leur propre compte ou pour le compte d'autrui.

#### 2.1.1.5 *Loi 99-101 du 31 décembre 1999*

En vertu de l'article 20 de la loi 99-101 du 31 décembre 1999, les personnes physiques peuvent sous réserves des dispositions de l'article 12 bis de la loi 89-114 relative au minimum d'impôt, déduire de leur assiette imposable les revenus

---

<sup>20</sup> Le CMF a été créé par la loi N° 94-117 du 14 Novembre 1994 portant réorganisation du marché financier. Il s'agit d'une autorité publique, indépendante, qui dispose de la personnalité civile et de l'autonomie financière chargée de la protection de l'épargne investie en valeurs mobilières. Il assure dans ce cadre, l'organisation des marchés et veille à leur bon fonctionnement afin d'en prévenir leurs éventuels dysfonctionnements. Il est également chargé du contrôle de l'information financière et de la sanction au manquement ou infraction à la réglementation. Source [www.cmf.org.tn](http://www.cmf.org.tn)

réinvestis dans la souscription au capital des SCR ou placés auprès d'elle dans des fonds gérés quand ces derniers justifient l'emploi de 30 % au moins de leurs fonds propres dans le financement de projets implantés dans des zones de développement régional.

#### *2.1.1.6 Loi 2008-78 du 22 décembre 2008*

Afin de présenter l'essentiel de la loi 2008-72 nous nous sommes référés à la note commune N 13-09 du 2009 qui résume la loi comme suit<sup>21</sup> : « L'article premier de la loi n°2008-78 du 22 décembre 2008 a étendu le champ d'intervention des SCR pour couvrir, outre les entreprises et les projets prévus par la législation en vigueur avant le 1er janvier 2009, les projets créés dans le cadre des petites et moyennes entreprises, les investissements agricoles réalisés dans les zones fixées par l'article 34 du code d'incitation aux investissements et les opérations de transmission des entreprises qui ouvrent droit aux avantages fiscaux au titre du réinvestissement des revenus ou bénéfices, soient celles portant sur des entreprises en difficultés économiques ou celles ayant lieu suite à l'incapacité de leur propriétaire de poursuivre leur gestion, ou suite à son départ à la retraite ».

##### *2.1.1.6.1 Les modalités et conditions d'interventions*

Les SCR interviennent par l'utilisation de leur capital libéré et de tout montant mis à leur disposition dans des fonds à capital-risque. Les SCR doivent employer au moins 65% de leur capital libéré et de chaque montant mis à leur disposition dans des fonds à capital-risque. Ces montants n'incluent pas les ressources provenant des financements étrangers ou du budget de l'État.

#### *2.1.2 Les décrets lois n°2011-99 et n°2011-100 du 21 Octobre 2011*

Après la révolution de 2011, la Tunisie a connu beaucoup d'améliorations et ce dans plusieurs domaines incluant le secteur du capital-risque. Les décrets lois n°2011-99 et n°2011-100 du 21 Octobre 2011 entre dans cette mouvance d'amélioration.

---

<sup>21</sup> Note commune N° 13/2009 Bulletin officiel des douanes et des impôts N° 2009/04/16, Tunis

Afin de présenter l'essentiel des décrets lois 2011-99 et 2011-100 nous nous sommes référés à la note commune N 15 du 2011 qui résume les décrets lois aux sous-sections 2.1.2.1 et 2.1.2.2 comme suit<sup>22</sup> :

#### *2.1.2.1 Cadre législatif*

Le décret-loi n°2011-99 du 21 Octobre 2011 a modifié les dispositions prévues par la loi n°88-92 du 2 Août 1988 relatives aux sociétés d'investissement à capital-risque et les dispositions du code des organismes de placement collectif promulguées par la loi n°2001-83 du 24 juillet 2001 relatives aux fonds communs de placement à risque. Ce décret-loi a permis plusieurs choses:

1. Élargir le champ des SCR et des FCPR à toutes les sociétés tunisiennes à l'exception de celles exerçant dans le secteur immobilier relatif à l'habitat.
2. Proroger le délai de leurs interventions d'une année supplémentaire.
3. Relever le taux de leur intervention dans les entreprises susvisées de 65% à 80% au moins du capital libéré.
4. Remplacer les interventions des SCR et des FCPR au moyen exclusif de titres de capital nouvellement émis par l'intervention au moyen de titres de créances sans la condition « émission nouvelle ».
5. Créer un nouveau type de fonds des fonds communs de placement à risque.

#### *2.1.2.2 Cadre fiscal*

Le décret-loi n°2011-100 du 21 octobre 2011 a adapté les avantages fiscaux relatifs au réinvestissement dans le capital-risque avec la nouvelle législation le régissant et a étendu les avantages fiscaux relatifs aux investissements dans le capital-risque et dans les fonds d'amorçage aux investissements dans le fond des fonds. Ce décret-loi a élargi le champ d'intervention du capital-risque afin de pouvoir couvrir l'agriculture, la pêche, la lutte contre la pollution et la protection de l'environnement.

---

<sup>22</sup> Note commune N° 15/2012 Bulletin officiel des douanes et des impôts N° 2009/07/29, Tunis

#### 2.1.2.2.1 Au niveau des SCR

En matière des plus-values de cession ou de rétrocession des actions, et, ou des parts sociales et des droits relatifs, l'exonération de la plus-value n'est accordée qu'en cas de réinvestissement des revenus ou bénéfices. Cependant, En matière de provisions aucun changement n'a été apporté au régime fiscal.

#### 2.1.2.2.2 Au niveau des investisseurs auprès des SCR et des FCPR

Plusieurs avantages fiscaux, à l'entrée ou à la sortie, sont accordés aux SCR et aux FCPR suite au réinvestissement dans les firmes qui ouvrent droit au dégrèvement fiscal tel que défini par la législation en vigueur. Le dégrèvement fiscal peut atteindre 100% des revenus ou bénéfices imposables et sans minimum d'impôt pour les interventions dans les zones de développement (régional et agricole). Pour les autres interventions ce dégrèvement s'élève à 35%.

À la sortie, une exonération d'impôt est accordée sur la plus-value réalisée de la cession ou de la rétrocession des actions ou des parts sociales ayant donné droit à l'avantage fiscal à l'entrée. Cette exonération varie de 50% à 100% selon le secteur d'activité concerné par l'entreprise.

#### 2.1.2.2.3 Au niveau des réinvestissements auprès du fond des fonds

Les mêmes avantages du dégrèvement des bénéfices ou les revenus réinvestis sont accordés suites aux interventions du fond dans des FCPR ou dans le fond d'amorçage. En outre, une exonération totale est accordée sur la plus-value réalisée de la cession ou de la rétrocession des parts dans le fond des fonds.

### 2.1.3 Indice d'attractivité capital investissement et capital-risque

#### 2.1.3.1 Méthode de calcul de l'indice

Groh et al. (2009 - 2011) établissent chaque année un indice global d'attractivité par pays pour le capital investissement et le capital-risque<sup>23</sup>. Ils ont construit leur indice d'attractivité des capitaux investissements et de capital-risque à partir de six facteurs clés et qui sont respectivement :

---

<sup>23</sup> Groh, Alexander; Liechtenstein; Heinrich et Lieser, Karsten (2009-2012) IESE Global VC and PE Country Attractiveness Index

- 1- L'activité économique
- 2- La profondeur du marché des capitaux
- 3- L'imposition
- 4- La protection d'investisseurs et de Gouvernance d'entreprise
- 5- L'environnement social et humain
- 6- La culture entrepreneuriale et les opportunités d'affaires

Toutefois, ces six facteurs eux-mêmes ne sont pas mesurables et devraient être envisagés à partir de sous-catégories. À titre d'exemple, il faudrait idéalement exprimer la qualité d'opportunité d'affaires dans un pays par le nombre de banques d'investissement, de firmes juridiques, de consultants et de comptables, mais de telles données ne sont malheureusement pas disponibles dans tous les pays. Par conséquent, les auteurs ont rassemblé des données générales produites par les banques (comme le niveau des dettes) et ont estimé que ces données sont des meilleurs *proxies* qui affectent le facteur clé de la profondeur du marché des capitaux.

Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, chaque facteur est subdivisé en sous-catégories. Par exemple le deuxième facteur « Profondeur du marché des capitaux » est subdivisé en sept sous-catégories :

- 2-1 La taille du marché boursier
- 2-2 La liquidité du marché boursier
- 2-3 L'activité du marché des OPA
- 2-4 L'activité du marché des Fusions Acquisitions
- 2-5 Les dettes et le marché du crédit
- 2-6 Les ratio des prêts passés aux profits et pertes sur total des prêts
- 2-7 La sophistication du marché financier

Les données de 2-2 et 2-6 sont fournies par la banque mondiale, celles de 2-7 sont le résultat d'une étude du forum économique mondial.



#### 2.1.3.1.1 Pondération des données

Une fois que les données sont rassemblées, des pondérations égales sont attribuées à toutes les séries de données. Les pondérations attribuées à chaque facteur dépendent du nombre de ses sous-catégories. On compte vingt-deux sous-catégories pour les six facteurs. À titre d'exemple on attribue une pondération de sept sur vingt-deux pour le deuxième facteur « Profondeur du marché des capitaux » qui compte sept sous-catégories. Cette pondération permettra de réduire l'effet des données aberrantes.

#### 2.1.3.1.2 Séparation des indices Capital Investissement et Capital-risque

Afin de prendre en compte les différences entre les deux segments de marché Capital Investissement (CI) et du Capital-risque (CR), ces auteurs ont proposé trois indices reliés. Le premier combine les deux segments (CI/CR), le second représente le niveau initial de CR et le troisième celui du stade final du CI. Lors du calcul des CI et CR individuel les données moins importantes sont négligées.

#### 2.1.3.2 *Positionnement de la Tunisie selon l'indice global d'attractivité*

Les tableaux et schémas suivants permettent de se faire une idée claire du positionnement de la Tunisie sur l'échelle internationale. Tout d'abord nous présentons l'évolution du classement de 2007 à 2013 en nous basant sur les six facteurs clés de performance. Ensuite, nous présentons pour les mêmes années les détails de toutes les sous-catégories des facteurs clés. Et finalement, nous mettons l'accent sur le positionnement de la Tunisie face à ses pairs dans le domaine d'attractivité du capital-risque et du capital investissement.



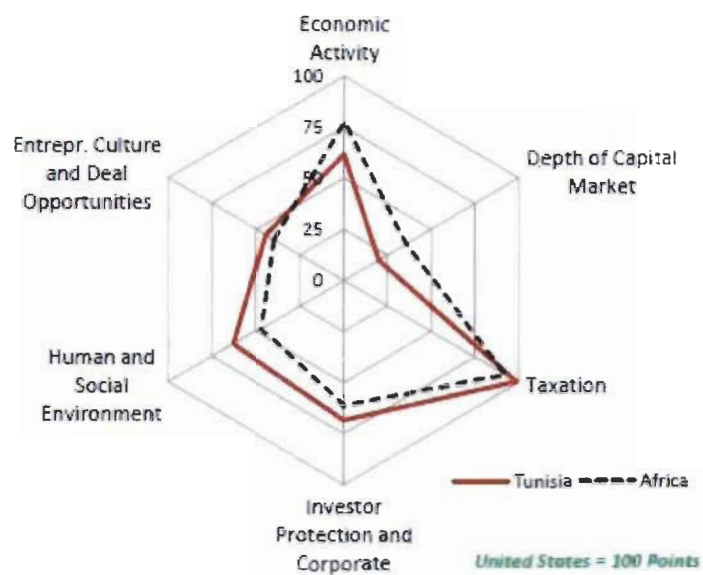
Source: IESE Global VC and PE Country Attractiveness Index 2013

Figure 2.1 Historique du classement CI/CR Tunisie 2009-2013

	2007	2008	2009	2011		2012		2013	
				Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang
<b>Rang CICR</b>	64	74	59	41.5	56	56.8	49	54.2	50
1-Activité économique	63	75	74	61.6	65	64.4	93	71.1	71
2-Profondeur du marché des capitaux	73	86	71	20	64	47.3	55	42.8	58
3-Imposition	43	29	30	98.7	43	102.7	10	101.9	29
4-Protection d'investisseurs et Gouvernance d'entreprise	51	67	39	68.3	34	68.3	39	67.8	41
5-Environnement social et humain	34	39	43	62.7	32	64.8	44	50.9	62
6-Culture entrepreneuriale et opportunités d'affaires	46	52	53	44.6	48	50.1	51	51.5	53

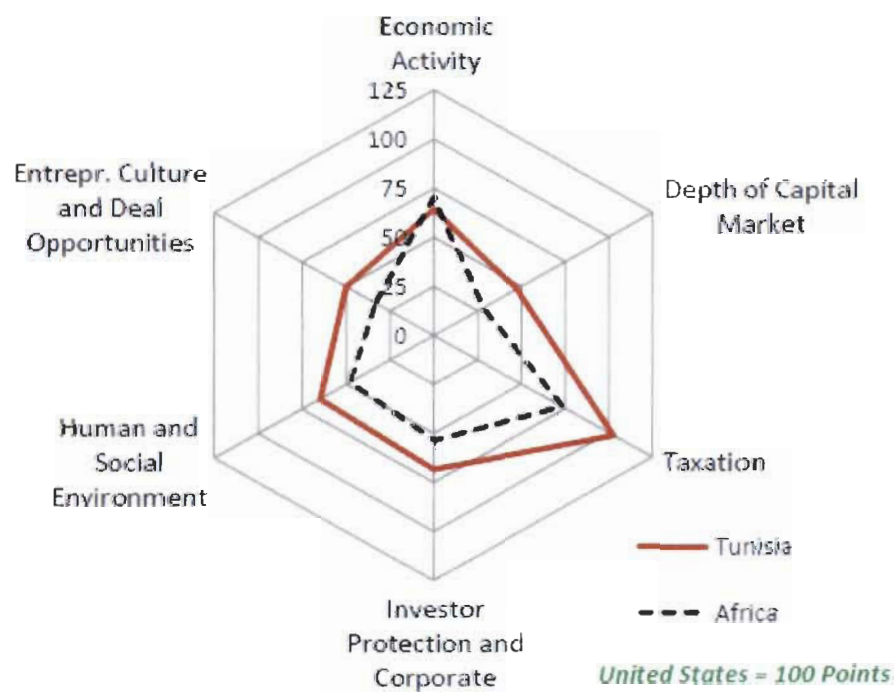
Source: IESE Global VC and PE Country Attractiveness Index

Table 2.1 Classement mondial de la Tunisie en termes de CI/CR



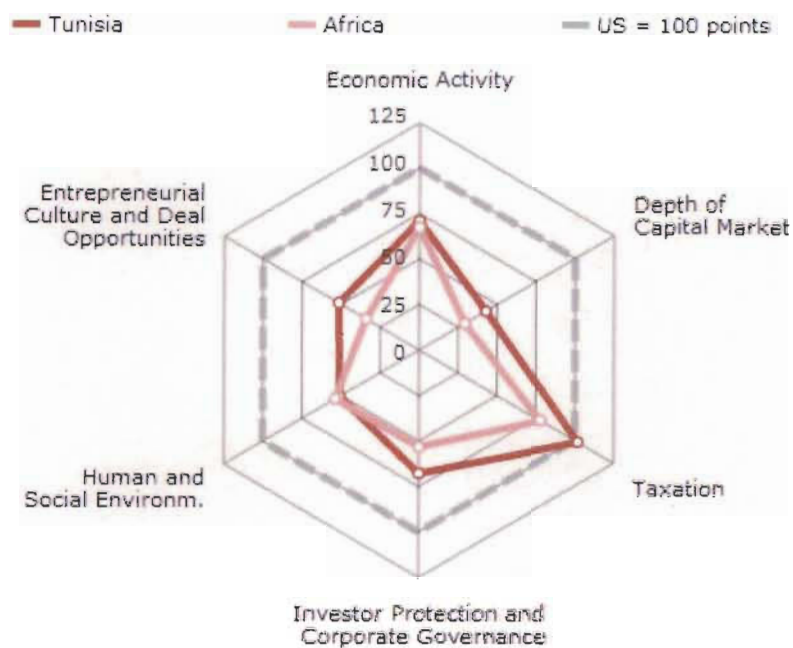
Source: IESE Global VC and PE Country Attractiveness Index 2011

Figure 2.2 Facteurs Clés de Performance Tunisie 2011



Source: IESE Global VC and PE Country Attractiveness Index 2012

Figure 2.3 Facteurs Clés de Performance Tunisie 2012



Source: IESE Global VC and PE Country Attractiveness Index 2013

Figure 2.4 Facteurs Clés de Performance Tunisie 2013

Le tableau suivant présente en détails les six facteurs clés de performances avec leurs sous-catégories respectives :

	2007	2008	2009	2011		2012		2013	
				Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang
<b>Rang CICR</b>	<b>64</b>	<b>74</b>	<b>59</b>	<b>41.5</b>	<b>56</b>	<b>56.8</b>	<b>49</b>	<b>54.2</b>	<b>50</b>
<b>1-Activité économique</b>	<b>63</b>	<b>75</b>	<b>74</b>	<b>61.6</b>	<b>65</b>	<b>64.4</b>	<b>93</b>	<b>71.1</b>	<b>71</b>
1.1-Taille de l'économie (PNB)	64	71	72	26,9	64	36.7	72	36.2	72
1.2-Croissance du PNB a moyen terme	44	47	52	137.7	15	80.5	110	111.2	56
1.3-Chômage	75	102	86	63	72	90.5	98	89.2	103
<b>2-Profondeur du marché des</b>	<b>73</b>	<b>86</b>	<b>71</b>	<b>20</b>	<b>64</b>	<b>47.3</b>	<b>55</b>	<b>42.8</b>	<b>58</b>

<b>capitaux</b>									
2.1-Taille du marché boursier	67	80	74	31.1	62	52	72	52.2	70
2.2- Liquidité du marché boursier	65	72	66	2.6	57	44.7	70	43.1	61
2.3- Activité du marché des OPA	66	83	75	15.6	60	26.7	47	17.7	56
2.4- Activité du marché des Fusions Acquisitions	74	79	74	13.6	69	27.9	68	27.5	27.5
2.5- Dettes et marché du crédit	47	70	79	72.2	30	64.9	43	62.2	90
2.6- Ratio des prêts passé aux profits et pertes sur total des prêts	79	112	112	14.2	79	86.3	101	66.2	104
2.7- Sophistication du marché financier	49	54	54	71.8	31	55.1	59	58.3	65
<b>3-Imposition</b>	<b>43</b>	<b>29</b>	<b>30</b>	<b>98.7</b>	<b>43</b>	<b>102.7</b>	<b>10</b>	<b>101.9</b>	<b>29</b>
3.1-Crédits d'impôt et contraintes administratives	43	29	30	98.7	43	102.7	10	101.9	29
<b>4-Protection d'investisseurs et Gouvernance d'entreprise</b>	<b>51</b>	<b>67</b>	<b>39</b>	<b>68.3</b>	<b>34</b>	<b>68.3</b>	<b>39</b>	<b>67.8</b>	<b>41</b>
4.1-Gouvernance d'entreprise	77	111	46	98.7	43	53.6	69	61.3	49
4.2-Sécurité et droit d'auteur	34	35	36	75.3	32	74.8	37	72.2	43

4.3-Qualité du maintien de l'ordre	31	35	42	79.9	34	79.2	37	70.4	48
<b>5-Environnement social et humain</b>	<b>34</b>	<b>39</b>	<b>43</b>	<b>62.7</b>	<b>32</b>	<b>64.8</b>	<b>44</b>	<b>50.9</b>	<b>62</b>
5.1- Éducation et capital humain	26	27	31	80.2	23	70.4	36	46.6	81
5.2-Rigidité du marché du travail	51	82	70	56.4	51	58.5	88	50.1	73
5.3-Corruption	41	46	47	54.6	43	66.2	43	56.6	52
<b>6-Culture entrepreneuriale et opportunités d'affaires</b>	<b>46</b>	<b>52</b>	<b>53</b>	<b>44.6</b>	<b>48</b>	<b>50.1</b>	<b>51</b>	<b>51.5</b>	<b>53</b>
6.1-Innovation	38	39	36	39.3	42	42.3	52	46.9	49
6.2-Articles scientifiques	47	49	49	52.4	47	50.1	49	53.9	48
6.3-Facilité de lancement des affaires	19	51	68	94.8	30	86	78	84.8	84
6.4-Simplicité de clôture des affaires	22	24	25	89.2	20	86.8	22	87.1	25
6.5-R&D	64	71	74	10.1	63	19.9	64	19.4	65

**Table 2.2 Détail du classement mondial de la Tunisie en termes de CI/CR**

Le tableau suivant positionne la Tunisie face à ces paires dans le domaine d'attractivité du capital-risque et du capital investissement et qui sont respectivement : l'Afrique du sud, le Maroc, l'Égypte et le Kenya.

Pays	2007	2008	2009	2011		2012		2013	
	Rang	Rang	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang
<b>Afrique de Sud</b>	24	27	28	66.9	26	71.9	26	69.7	30
<b>Tunisie</b>	64	74	59	41.5	56	56.8	49	54.2	50
<b>Maroc</b>	61	68	66	41.8	54	54	49	53.1	55
<b>Égypte</b>	52	67	58	41.8	55	53.7	56	52.4	57
<b>Kenya</b>	69	69	70	38.8	63	44.8	74	46.2	70

Table 2.3 Comparaison avec les pairs

### 2.1.3.3 Discussion

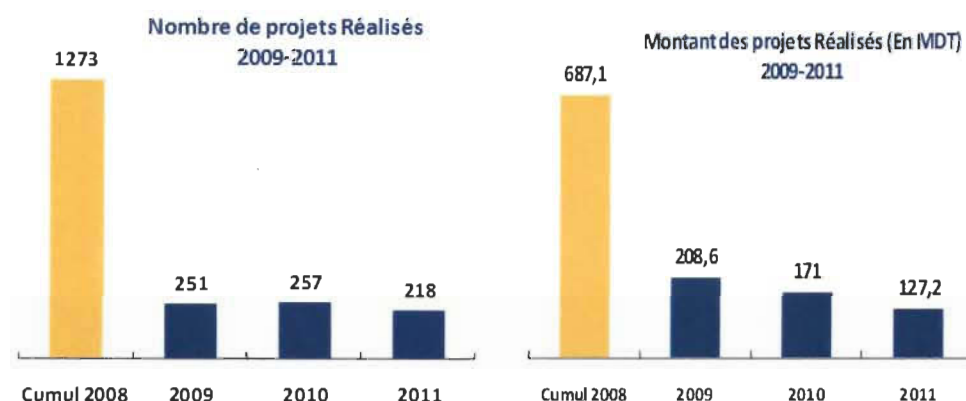
Entre 2007 et 2013 la Tunisie a connu une avancée importante en gagnant quatorze places sur l'échelle mondiale en termes d'attractivité du capital-risque et du capital investissement. Un seul recul est apparu en 2008 à cause de la crise mondiale et de la diminution des investissements internationaux. Notons que la majorité des investisseurs en Tunisie sont européens.

La Tunisie a bien conservé sa place en termes d'attractivité pour les investisseurs du capital investissement et du capital-risque même après la révolution. En fait, la révolution est rassurante pour les investisseurs, surtout en matière de transparence et cela montre que la révolution tunisienne et la mise en place de nouveaux cadres légaux et fiscaux pour les SCR est dans la bonne voie.

Par rapport à l'Afrique du Sud, au Maroc, à l'Égypte et au Kenya, la Tunisie se positionne derrière l'Afrique du Sud (longtemps un leader en Afrique) mais devance le Maroc et l'Égypte qui sont ses principaux rivaux et dont les économies sont similaires.

#### 2.1.4 Les indicateurs statistiques clés du capital investissement et du capital-risque

Selon l'Association Tunisienne des Investisseurs en Capital (ATIC), les SCR tunisiennes ont financé jusqu'à fin 2011 plus de deux mille entreprises pour un volume cumulé de participations brutes de plus de 1,192 milliard de Dinars (760 millions de Dollars canadiens). Les ressources mobilisées (fonds et capital) ont progressé selon un taux soutenu de 19% entre 2009 et 2011 pour atteindre 1,37 milliards de Dinars en 2011 (875 millions de Dollars canadiens).



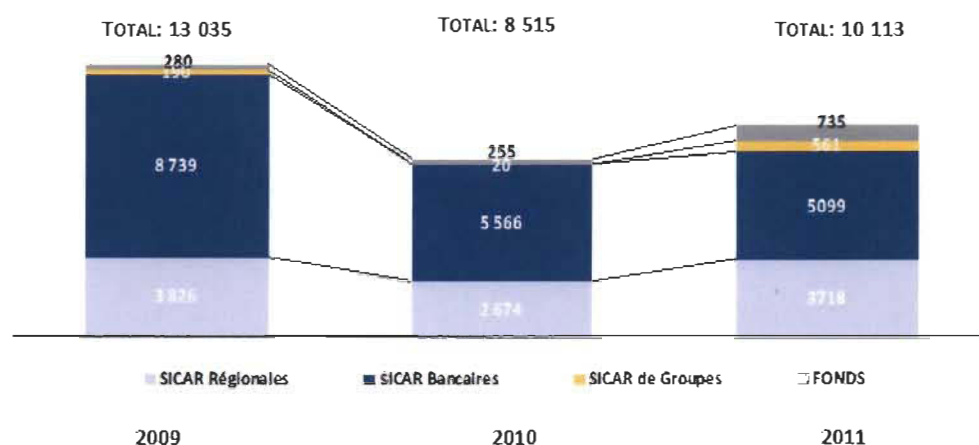
Source : ATIC

Figure 2.5 Total des Investissements SCR-Fonds 2009-2011

Bien que l'approbation des montants des projets qui avaient été validés entre 2009 et 2011 aient connu une croissance significative passant de 189.2 millions de Dinars (soit 120 millions de Dollars canadiens) en 2008 à 219.1 millions de Dinars (soit 140 millions de Dollars canadiens) soit une croissance de 15.8% mais au niveau des réalisations le volume des investissements a connu un recul sur la même période. Ce recul de 39% est lié à la détérioration du climat des affaires suite aux grèves et de la situation politique faisant suite à la révolution.



Notons que fin septembre 2012<sup>24</sup>, les approbations des SCR concernaient quelques 3 762 projets pour un montant de 1 677 millions de Dinars (soit environ 1 116 millions de Dollars canadiens), mais les décaissements effectués se sont élevés à 1081 millions de Dinars (environ 718 millions de Dollars canadiens) pour seulement 427 projets. Ainsi, et par comparaison au financement bancaire, le capital investissement n'arrive à assurer que près de 3% du total du financement bancaire.



Source : ATIC

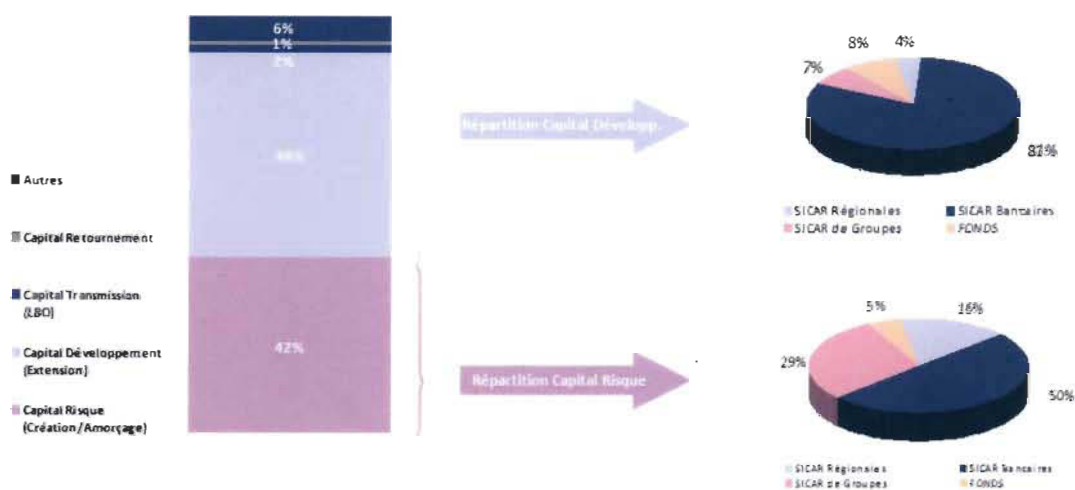
Figure 2.6 Nombre des emplois créés entre 2009 et 2011

L'investissement direct en Capital-risque a créé en 2011 plus de 10 000 postes, soit une progression nette de 19% par rapport à 2010. Notons que 50.4% des créations revient aux SCR bancaires avec 110 projets financés.

<sup>24</sup> Nadia Chahed, (décembre 2012) Le capital investissement au secours de la PME tunisienne  
www.econostrum.info Tunis

Dans le détail, les SCR régionales ont financé quarante-six projets en stade de création avec 3542 emplois créés et vingt-trois projets au stade développement avec 176 emplois créés. Les SCR bancaires ont financé soixante-dix-sept projets en stade de création avec 3895 emplois créés et trente-trois projets au stade développement avec 1204 emplois créés. Les SCR de groupes ont financé sept projets en stade de création avec 346 emplois créés et sept projets au stade développement avec 215 emplois créés. Les Fonds ont financé dix-sept projets en stade de création avec 427 emplois créés et huit projets au stade développement avec 309 emplois créés.

Notons que les SCR bancaires représentent plus des deux-tiers de l'activité du capital investissement à partir de 2009 et plus de 85% des investissements dans les zones des développements régionales (ZDR).



Source : ATIC

Figure 2.7 Répartition des investissements selon les stades du capital investissement fin 2010

En termes d'investissements cumulés fin 2010, le capital-risque et le capital développement représentaient 91% de l'activité des opérateurs du capital-investissement. Ces deux cadres ont été financés à raison de 50% par le secteur privé et à 50% par le secteur public.

Les SCR bancaires ont investi davantage en développement qu'en aidant la création. Tout cumulé, elles ont représenté 50% de l'activité capital-risque et 81% de l'activité capital développement.

La focalisation des SCR régionales sur le capital-risque en termes d'investissement : représentait 16% de l'activité du capital-risque contre 4% seulement de l'activité du capital développement.

Les FCPR et le fonds d'amorçage représentaient 5% de l'activité capital-risque et 8% de l'activité développement.

Les SCR de groupe ont financé 29% des investissements en capital-risque contre 7% en termes de développement.

Ces études montrent qu'il y a des difficultés au niveau de sortie.

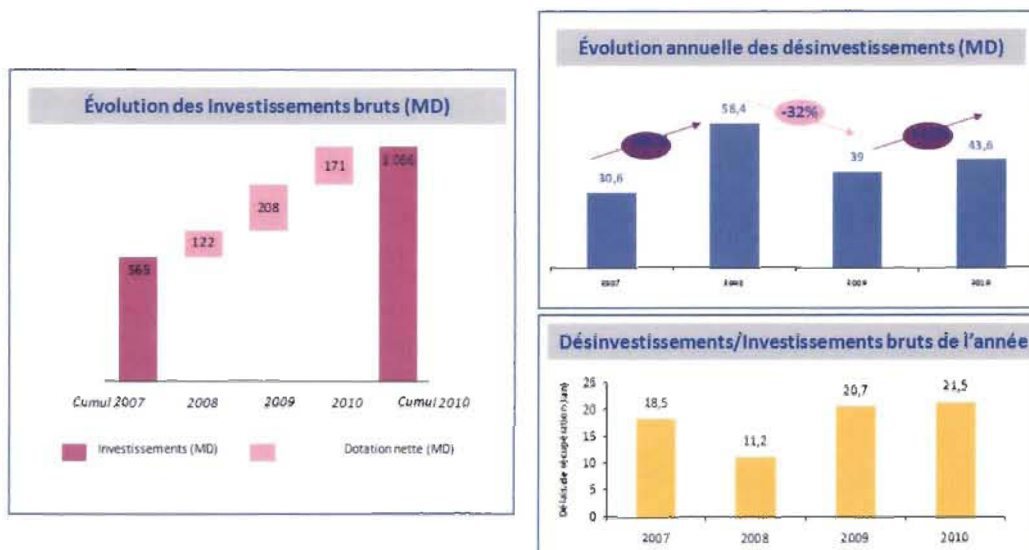
OPÉRATEUR	CUMUL 2007		2008		2009		2010		TOTAL NOMBRE	TOTAL MONTANT (En m.D)
	Nombre	Montant (En m.D)	Nombre	Montant (En m.D)	Nombre	Montant (En m.D)	Nombre	Montant (En m.D)		
SICAR Régionales	6	408,31	2	86,5	0	0	2	190	10	684,81
SICAR Bancaires	14,5	10 541,1	5	6 809,541	4,75	15 678,044	2,2	4 651,847	26,45	37 680,532
SICAR Groupes	711	3 383	0	550	0	175	1	769	12	4 877
Fonds	0	0	0	0	0	0	1,33	73	1,33	73
<b>TOTAL</b>	<b>31,5</b>	<b>14 332,41</b>	<b>7</b>	<b>7 446,0415</b>	<b>4,75</b>	<b>15 853,045</b>	<b>6,5333</b>	<b>5 683,847</b>	<b>50</b>	<b>43 315,342</b>

Source : ATIC

Figure 2.8 Répartition des investissements dans le secteur des innovations technologiques cumul 2007-2010

Sur la période s'étendant de 2007 à 2010, 50 projets dans le secteur de l'innovation technologique ont été financés, soit 2,80% du total des projets pour un montant de 43315 millions de Dinars (soit 28 millions de Dollars canadiens), soit 4% du total investi. Le financement de l'innovation a été effectué à hauteur de 92 % par le secteur privé et de 8% par le secteur public.

Nous trouvons, sans surprise, que les SCR bancaires sont les grands investisseurs dans le domaine de l'innovation technologique à hauteur de 82% pour 2010 et de 87% sur la période s'étendant de 2007 à 2010. Les investissements dans l'innovation technologique a connu une croissance de 114% entre 2008 et 2009 mais une régression de 64% en 2010. Cependant, les investissements dans l'innovation technologique ne présentent que 4% du total des investissements.



Source : ATIC

Figure 2.9 Délais de récupération des investissements entre 2007 et 2010

Le TCMA des désinvestissements sur les trois dernières années est de 11% et est largement inférieur à celui des investissements qui est de 20%.

Le délai de récupération (désinvestissements/investissements bruts cumulés) a été ramené à 11.2 années (soit une amélioration de 7 ans) en 2008, il a augmenté ensuite à 21.5 années en 2010, l'exception de 2008 pouvant être expliquée par la crise financière mondiale. Ces périodes élevées de désinvestissements montrent une grande difficulté pour les conditions des sorties et reflètent qu'une telle procédure demeure hautement critique.

Toujours et selon l'ATIC, il y a quarante-cinq SCR actives en Tunisie regroupées en quatre catégories :

- Les SCR bancaires qui pratiquent essentiellement le portage et qui s'apparentent plus à la dette.
- Les SCR régionales qui sont le fruit d'une politique de développement régional.
- Les SCR de groupe qui sont utilisés comme instrument d'optimisation fiscale.
- Les SCR indépendantes qui assument le risque commercial des projets (intérêt pour le cash-flow de l'entreprise plutôt que les garanties réelles)

#### 2.1.5 Critiques envers les investissements du capital-risque tunisien

Plusieurs articles de la presse économique tunisienne ont évoqué diverses critiques envers les investissements du capital-risque<sup>25</sup>. Parmi les points relevés par tous les intervenants revient le fait que les investissements sont marqués par une pratique du crédit similaire à celle des pratiques bancaires dominés par les SCR bancaires. Selon une PDG d'une SCR régionale :

« Cette prédominance des sociétés d'investissement adossées à des banques a terni la réputation des acteurs du capital-risque auprès des promoteurs, lesquels préfèrent toujours le recours au crédit bancaire ordinaire et demeurent réticents à toute participation étrangère aux capitaux de leurs entreprises, synonyme à leurs yeux d'une dilution des pouvoirs de décision. Bien que la pensée d'investissement du capital-risque soit différente des financements traditionnels, celle en Tunisie est influencée encore par le portage qui reste une référence<sup>26</sup> ».

Avant toute intervention pour financer leurs projets la majorité des SCR exigent des garanties auprès des prometteurs. Par exemple, de réelles garanties qui sont souvent identiques à celles demandées par les établissements bancaires. En effet, selon Zeïneb Guellouz, présidente du CMF « La plupart des sociétés d'investissement à capital-risque ont jusqu'ici travaillé avec l'esprit des banques, adoptant des pratiques proches de la finance traditionnelle, caractérisées par une politique orientée vers une minimisation du risque<sup>27</sup> ».

<sup>25</sup> Voir à titre d'exemple Khaled Ben Jilani (mai 2005) Financement du capital en Tunisie; Walid Kéfi (2007) Le capital-risque tunisien freiné par des pratiques bancaires; [www.lesafriques.com](http://www.lesafriques.com).

<sup>26</sup> Interview avec Zouhair Ouakaa (novembre 2011), Finance & Vous Newsletter, [www.aiefbt.org](http://www.aiefbt.org).

<sup>27</sup> Nadia Chahed, (décembre 2012) Le capital investissement au secours de la PME tunisienne [www.econostrum.info](http://www.econostrum.info) Tunis.

Etant donné que seulement 4% des investissements sont consacrés aux innovations technologiques, beaucoup des efforts gouvernementaux en matière de législation sont encore à faire afin d'inciter les prometteurs et les investisseurs de s'en occuper.

Bien que la législation ait connu des avancées en matière d'incitation en capital-risque et de capital-investissement mais le cadre légal reste peu adapté quant à la protection des pactes d'actionnaires.

#### 2.1.6 Conclusion

Le premier cadre légal régissant les SCR en Tunisie est celui du 2 août 1988, toutefois la première SCR n'a vu le jour qu'en 1995. Depuis, la législation n'a pas cessé de s'améliorer et quarante-cinq SCR sont aujourd'hui actives sur le marché. Mais malgré toutes ces avancées, le domaine demeure fortement critiqué, la plupart des acteurs étant des SCR bancaires influencés par des pratiques de crédit traditionnel. Ces SCR qui financent les deux tiers des activités du domaine exigent des garanties réelles.

Le financement des entreprises technologiques est très insatisfaisant et ne représente que 4% du total des investissements. Ceci est lié au manque de prise de risque par les entrepreneurs et les investisseurs comme au manque d'encadrement législatif.

Le délai de récupération (désinvestissements/investissements bruts cumulés) est largement supérieur aux moyennes du marché et peut atteindre vingt et un ans et demi, ce qui révèle une grande difficulté quant aux conditions des sorties et reflète que telle procédure demeure hautement critique.

## 2.2 LE CAPITAL-RISQUE EN ALGÉRIE

### 2.2.1 Le cadre réglementaire et juridique du capital investissement en Algérie

Avant 2006 il n'existait aucun cadre réglementant le capital-risque en Algérie. Cette absence n'a pourtant pas empêché la parution de quelques SCR tels que FINALEP<sup>28</sup> ou la SOFINANCE<sup>29</sup>. Toutefois, le secteur n'a pas connu un grand développement et nous comptons aujourd'hui huit SCR dont sept SCR bancaires.

La loi 06-11 du 14 Juin 2006 relative à la société de capital investissement paru au Journal Officiel de la République Algérienne (JORA) numéro 42 encadre le métier du capital-risque en Algérie et ses opérations<sup>30</sup>.

#### 2.2.1.1 *Statut et capital :*

Dans son second article, la loi définit la société de capital investissement comme : « la participation dans le capital social et toute opération consistant en des apports en fonds propres et en quasi fonds propres dans les entreprises en création, en développement, en transmission ou en privatisation ». Par conséquent, la société de capital investissement a la possibilité d'intervenir dans des opérations de capital-risque, de capital-développement, de capital-transmission ou d'opérations d'achat d'autres sociétés de capital investissement, au moyen de souscriptions ou d'acquisitions (toutes les autres catégories de valeurs mobilières assimilées à des fonds propres).

La société de capital investissement est constituée sous forme de SPA, dont le capital minimum est fixé par voie réglementaire et est libéré par tranche de 50 % à la date de sa constitution et 50 % selon les dispositions du code de commerce.

#### 2.2.1.2 *L'exercice de l'activité de capital investissement :*

L'exercice de l'activité de capital investissement est soumis à une autorisation préalable délivrée par le ministre chargé des finances, ayant reçu une demande

<sup>28</sup> La Financière Algéro-Européenne de Participation

<sup>29</sup> La Société Financière de Participation et de Placement

<sup>30</sup> Loi n° 06-11 du 28 Joumada El Oula 1427 correspondant au 24 juin 2006 relative à la société de capital investissement. Journal officiel de la république algérienne n°42

d'autorisation, après avis de la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB) et de la Banque d'Algérie.

*2.2.1.3 Les règles prudentielles relatives aux opérations de prises de participation :*

Les prises de participation des sociétés de capital-investissement ne doivent pas excéder 15 % de son capital et de ses ressources dans un même projet. Chaque prise de participation doit être formalisée par la rédaction d'un pacte d'actionnaires déterminant les modalités du partenariat entre l'entrepreneur et l'investisseur et le pouvoir d'ingérence de ce dernier. Cependant, les montants investis ne doivent pas dépasser 15 % du capital social de la société cible.

*2.2.1.4 Le contrôle de la société de capital investissement :*

La société de capital investissement est soumise au contrôle de la COSOB, qui s'assure de la conformité de l'activité de la société aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur.

La COSOB exerce, vis-à-vis des sociétés de capital investissement, les missions et les pouvoirs qui lui sont dévolus par le décret législatif n° 93-10 datant du 23 mai 1993. La société de capital investissement transmet au ministère chargé des finances et à la COSOB un rapport d'activités semestriel accompagné d'un état du portefeuille, les documents comptables et financiers de fin d'exercice requis et les rapports des commissaires aux comptes et tout autre document jugé nécessaire à l'exercice du contrôle.

*2.2.1.5 Le statut fiscal de la société de capital investissement :*

La société de capital investissement bénéficie d'exonération de l'Impôt sur les Bénéfices des Sociétés (IBS), pour les revenus provenant de dividendes, de produits de placement, et de plus-values de cession des actions ou de parts sociales. La société est soumise à un taux d'intérêt de 5% à titre d'IBS et bénéficie d'une période d'exonération de l'IBS de cinq ans, à compter de la date de début de son activité.

Il est à signaler, que seules les sociétés de capital investissement s'engageant à ne pas retirer les fonds investis pendant une durée minimale de cinq ans, à partir du



premier janvier qui précède l'année de l'investissement, bénéficient d'une exonération de l'IBS pendant la même durée.

### 2.2.2 Les défis et l'avenir du capital investissement en Algérie

Bien qu'une réglementation ait été mise en place pour encadrer le capital investissement en Algérie en 2006, le secteur reste loin derrière la Tunisie et le Maroc. Les défis sont essentiellement dû au manque de la culture financière propre au capital investissement ; au manque de ressources financières du capital investissement dû à la présence des fonds bancaires dans ce domaine et à l'absence de mécanisme de sortie. La phase de sortie constitue un véritable casse-tête pour l'avenir du capital investissement en Algérie, car le marché financier algérien est peu liquide et encore inadapté aux besoins du métier.

Parmi les pistes qui semblent urgentes pour le développement du capital-risque en Algérie il faudrait tout d'abord accorder un dégrèvement fiscal aux entreprises pour qu'elles mobilisent une partie de leurs profits en faveur du renforcement des fonds propres ; il faudrait ensuite renforcer l'effet de levier des capitaux des collectivités locales et créer des sociétés de capital-risque publiques ; il faudrait aussi assurer et multiplier la formation et les sources d'information des entrepreneurs et finalement il faudrait remettre en cause la culture managériale des entrepreneurs du secteur privé.

## 2.3 LE CAPITAL INVESTISSEMENT AU MAROC

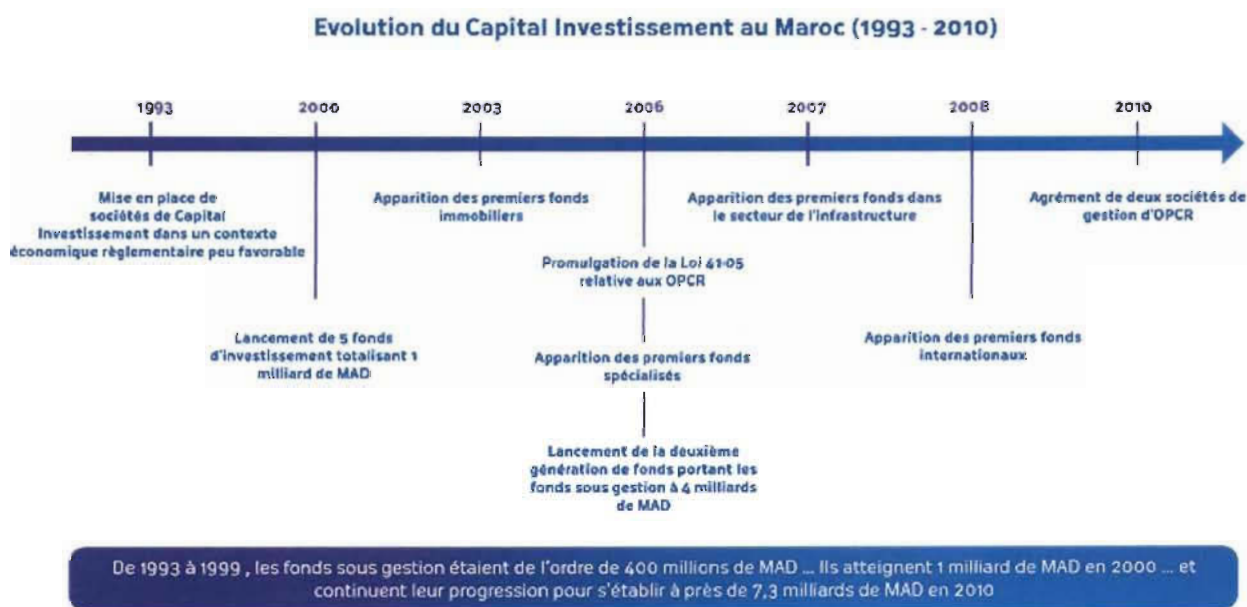
L'industrie du Capital Investissement au Maroc est relativement récente. Elle fait son apparition au début des années 1990 mais n'est réellement opérationnelle qu'en 1993 avec la création de la société de gestion Moussahama, filiale de la Banque Centrale Populaire, pionnière de l'industrie marocaine. Pendant longtemps,

Moussahama fut le seul opérateur du marché. Les autres fonds ne n'apparaissent en effet qu'en 2000, année, année de création de l'AMIC<sup>31</sup>.

Le dynamisme du secteur a poussé l'État à participer activement au développement de l'investissement en capital à travers la Caisse de Dépôt et de Gestion (CDG). Compte tenu de son double rôle d'investisseur financier cherchant la meilleure performance pour les fonds qu'elle gère et d'institution destinée à appuyer le développement et la modernisation du tissu économique marocain, la CDG a fait de ce métier un axe important de sa politique d'investissement.

Le potentiel de développement de l'activité a également séduit les établissements bancaires qui ont créé leurs propres fonds de Capital Investissement.

En moins de quinze ans, les montants levés cumulés par l'industrie marocaine du Capital Investissement sont ainsi passés de cinquante-quatre millions de Dollar canadien à 1.5 milliard de Dollar canadien.



Source : AMIC

Figure 2.10 Évolution du capital investissement au Maroc (1993-2010)

<sup>31</sup> Association Marocaine des Investisseurs en Capital

Selon l'AMIC, la croissance et les performances du Capital Investissement au Maroc révèle les tendances suivantes :

- L'élargissement sectoriel et régional des actes d'investissement ;
- Le développement des investissements en phase amorçage/risque ;
- Un fort engagement des fonds d'investissement dans l'accompagnement des entreprises investies, d'où une évolution remarquable en matière économique, sociale et environnementale;
- Des projets de nouveaux fonds en 2014 pour 26% des sociétés de gestion ;
- Des projets d'investissement dans de nouvelles entreprises pour 33% des sociétés de gestion.

Nombre de sociétés de gestion :	22 dont 21 membres de l'AMIC
Nombre de fonds sous gestion :	37
Fonds levés en 2013 :	175 Millions CAD
Cumul des fonds levés :	1,5 milliards de CAD
Investissements en 2013 :	93 Millions CAD
Cumul des investissements à fin 2013 :	569 Millions CAD
Désinvestissements en 2013 :	11 Millions CAD
Cumul des désinvestissements :	254 Millions CAD
TRI (1) moyen brut pondéré par sortie :	15%
Nombre de sociétés investies à fin 2013:	145
TCAM (2) du chiffre d'affaires des entreprises investies :	13,8%
TCAM (2) des effectifs des entreprises investies :	7,7%

(1) Taux de Rendement Interne

(2) Taux de Croissance Annuel Moyen

Source : AMIC

**Table 2.4 Chiffres clés du capital-investissement au Maroc fin 2013**

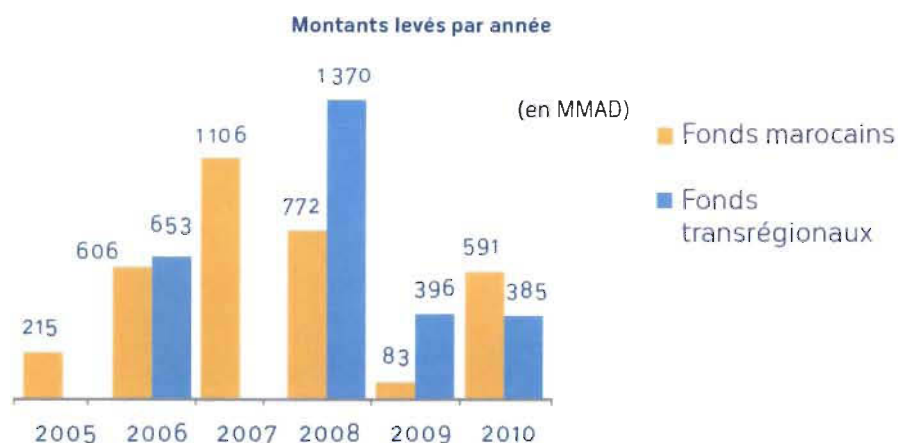
### 2.3.1 Principaux acteurs de marché marocain

Nous allons présenter les principaux acteurs de marché marocain et leur rôle et qui sont respectivement, les investisseurs institutionnels, les sociétés de gestion, les entrepreneurs et finalement les acheteurs :

- Les investisseurs institutionnels détiennent des ressources à long terme et gèrent des actifs dans le but de les faire fructifier. Au Maroc, il s'agit principalement des

institutions financières bancaires, des sociétés de gestion d'actifs et de compagnies, des fonds de fonds et des sociétés d'investissement.

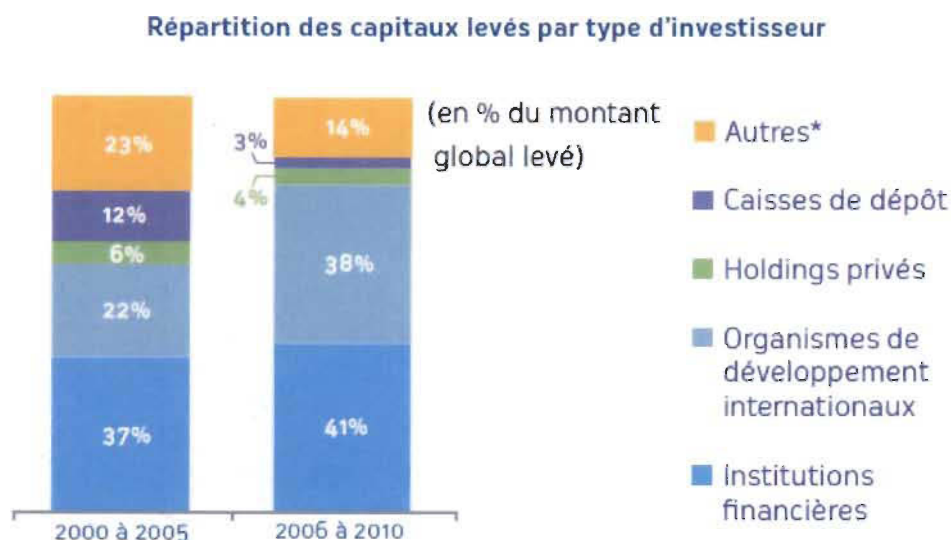
- Les sociétés de gestion exercent l'intermédiation. Elles prospectent les sociétés cibles, étudient les projets de ces dernières et y investissent, le cas échéant, les capitaux confiés par les investisseurs en capital. Leur présence est indispensable du fait du niveau de risque élevé que revêt ce type de financement ce qui nécessite des études préalables approfondies ainsi que des niveaux de compétence et d'expertise élevés. Au Maroc, elles étaient vingt à la fin de l'année 2010.
- Les entrepreneurs sont les chefs d'entreprises en quête de financement afin d'assurer la croissance de leur activité.
- Les acheteurs sont les nouveaux entrants après la sortie des investisseurs en capital; il peut s'agir d'industriels, de managers de l'entreprise, du marché financier en cas d'introduction en bourse ou même d'un ou de plusieurs autre(s) fonds d'investissement spécialisé(s) dans un autre segment de Capital Investissement.



Source : AMIC

Figure 2.11 Montants levés par année de 2005 à 2010

Fin 2010, le montant cumulé des capitaux levés totalisait un milliard de Dollar canadien dont près de 400 millions levés par des fonds transrégionaux. Le montant des investissements cumulés fin 2010 ont atteignaient 352,6 millions de Dollar canadien.



Source : AMIC

Figure 2.12 Montants Répartition des capitaux levés par type d'investisseur (2000-2010)

\*« Autres » comprend : organismes gouvernementaux locaux, personnes physiques, Offices marocains (Office Chérifien des Phosphates, etc.), caisses de retraite, fonds de fonds, mutuelles et sociétés d'investissement.

### 2.3.2 Les véhicules d'investissement

Les structures juridiques adoptées par les fonds d'investissement appartiennent à l'une des deux catégories suivantes : les véhicules classiques ou les organismes de placement en capital-risque (OPCR)

### 2.3.3 Le régime OPCR

La Loi 41-05 sur les OPCR de 2006 dont le décret d'application a été publié en mai 2009 a institué deux véhicules propres au capital-investissement et sont respectivement la SCR et les Fonds Commun de Placement à Risque (FCPR). Selon la loi marocaine les FCPR est une copropriété d'actifs qui n'a pas de personnalité morale et leurs parts émises sont assimilées à des valeurs mobilières. Quant aux SCR, elles sont des sociétés par actions régies soit par les dispositions de la loi n° 17-95 relative aux sociétés anonymes soit par celles de la loi n° 5-96 relative aux sociétés en nom collectif, aux sociétés en commandite simple, aux sociétés en

commandite par actions, aux sociétés à responsabilité limitée et aux sociétés en participation.

#### 2.3.4 Les principales conditions à remplir par les OPCR et les sociétés de gestion d'OPCR dans le cadre de la loi n° 41-05

Le législateur marocain a fixé plusieurs conditions auxquelles les OPCR et les sociétés de gestion d'OPCR devraient être assujettis et sont définies par la loi n° 41-05. Nous présenterons les principales conditions dans ce qui suit.

##### *2.3.4.1 Conditions pour les OPCR*

En effet, les OPCR devraient affecter au moins 50% de leurs actifs dans les PME avec une durée d'investissement minimale de trois ans. En plus, afin de s'assurer du respect des dispositions légales et réglementaires il faudrait que les OPCR et leur société de gestion soient sous contrôle permanent du CDVM.

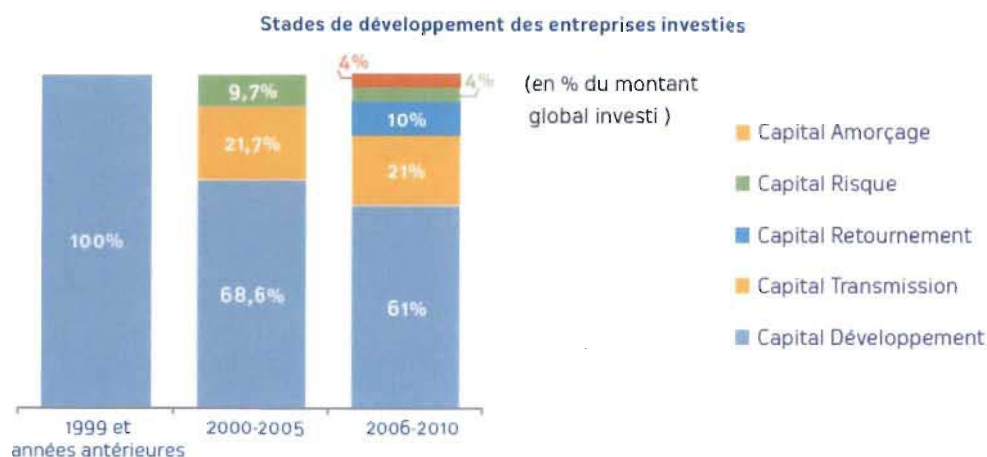
##### *2.3.4.2 Conditions pour les sociétés de gestion d'OPCR*

En ce qui concerne les conditions à remplir par les sociétés de gestion il faudra qu'elles aillent pour objet exclusif la promotion et la gestion d'un ou de plusieurs OPCR ainsi que des opérations qui s'y rapportent. Il faudra que le capital social soit entièrement libéré lors de leur constitution et dont le montant ne peut être inférieur à un million de Dirham marocain. Il faudra aussi que la gestion de l'OPCR soit dans l'intérêt exclusif des porteurs de parts et des actionnaires.

#### 2.3.5 Diversification des placements

Le capital-investissement couvre les besoins de financement d'une entreprise quel que soit son stade de développement. Cette spécificité est un atout qui permet aux investisseurs institutionnels de diversifier leurs engagements à l'intérieur même du Capital Investissement et de réduire ainsi les risques qu'ils prennent.

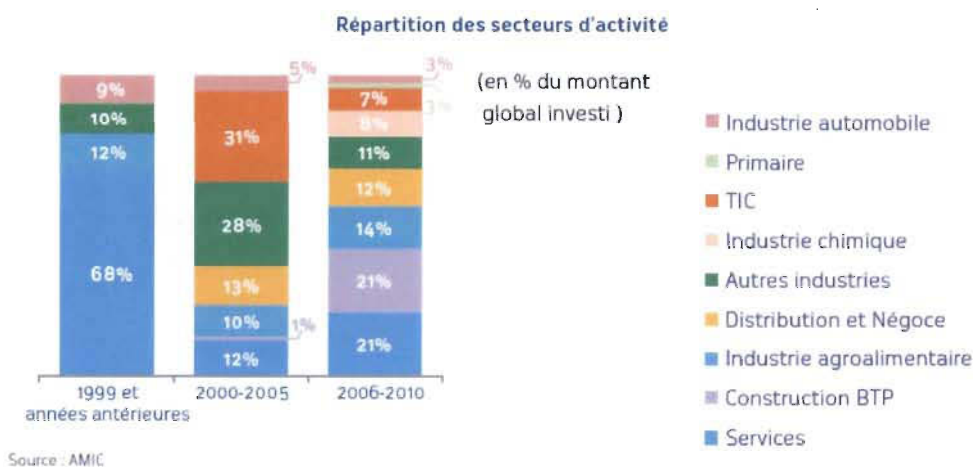
En fait, le capital-investissement marocain, longtemps consacré presque'exclusivement aux entreprises en développement, tend à se diversifié en investissant dans des secteurs d'activités différents et dans des zones géographiques variées.



Source : AMIC

Figure 2.13 Stade de développement des entreprises investies entre 2000 et 2010.

Depuis 2006, les investissements en capital amorçage et capital retournement augmentent en valeur. L'expérience et la spécialisation de certaines sociétés de gestion ont permis la diversification des opérations d'investissement.



Source : AMIC

Source : AMIC

Figure 2.14 Répartition des secteurs d'activité de 2000 à 2010.

Depuis 2006, les secteurs des services, de la construction BTP et de l'agro-alimentaire connaissent une forte progression en termes d'investissements. Cette évolution reflète le dynamisme des secteurs qui sont à la source de la croissance économique au Maroc.

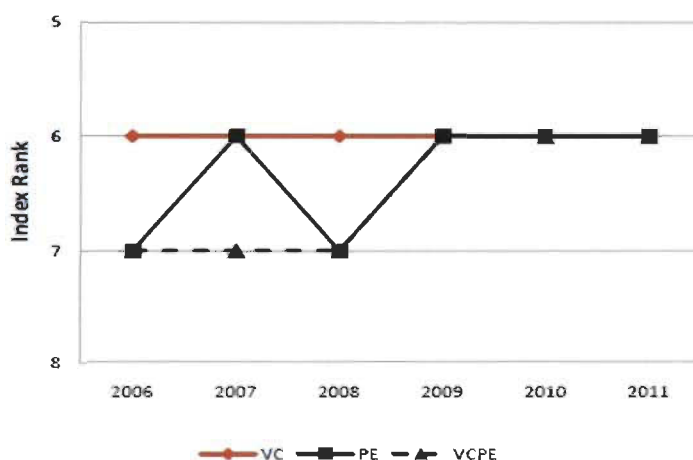
Il faut noter que le cadre juridique des OPCR est encore assorti de fortes contraintes comme les ratios d'investissement ou les obligations prudentielles. D'ailleurs jusqu'en fin 2010, aucun fonds d'investissement marocain ne s'était constitué en OPCR malgré la transparence fiscale octroyée par la Loi 41-05. Dans l'attente d'un cadre juridique plus souple, les promoteurs de fonds continuent à opter pour des formes juridiques classiques (SA, SAS, SCA) qui ne bénéficient d'aucun avantage fiscal particulier.

## 2.4 LE CAPITAL INVESTISSEMENT EN AFRIQUE

### 2.4.1 Le positionnement de l'Afrique selon l'indice global d'attractivité

Les tableaux et schémas suivants permettent de se faire une idée claire du positionnement de l'Afrique sur l'échelle internationale.

Nous présenterons l'évolution du classement de 2005 à 2011 en nous basant sur les six facteurs clés de performance. En outre, nous présenterons pour les mêmes années les détails concernant toutes les sous-catégories des facteurs clés. Finalement, nous mettrons l'accent sur le positionnement de l'Afrique par rapport à ses pairs dans le domaine de l'attractivité du capital-risque et du capital investissement.



Source: IESE Global VC and PE Country Attractiveness Index 2011

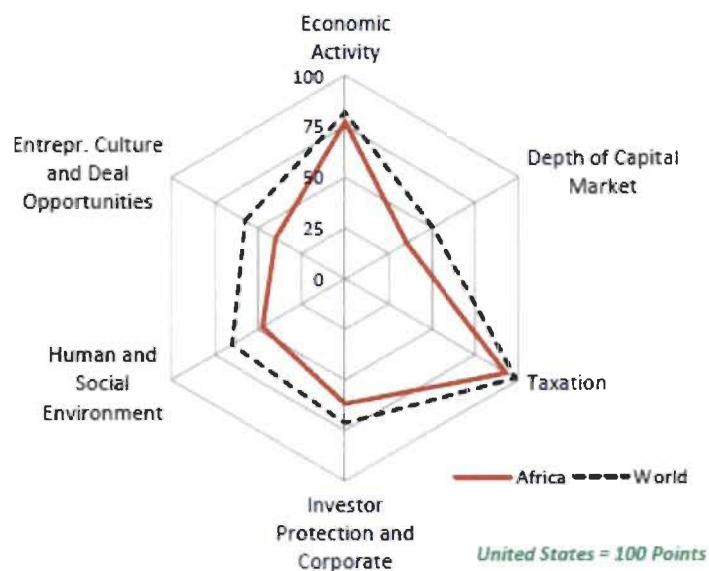
Figure 2.15 Historique du classement CI/CR Afrique de 2006 à 2011



	2005/06	2007	2009/10		2011	
			Valeur	Rang	Valeur	Rang
<b>Rang CICR</b>	8	7	33.2	8	47.3	6
1-Activité économique	8	6	53.9	8	77.2	7
2-Profondeur du marché des capitaux	6	6	10.9	6	35.1	6
3-Imposition	7	6	103.6	7	92.6	6
4-Protection d'investisseurs et Gouvernance d'entreprise	7	6	53.6	7	61.5	6
5-Environnement social et humain	8	7	48.5	7	47.4	7
6-Culture entrepreneuriale et opportunités d'affaires	8	7	22.2	8	40.0	8

Source: Groh et al. IESE Global VC and PE Country Attractiveness Index

**Table 2.5 Classement mondial de continent africain en termes de CI/CR**



Source: IESE Global VC and PE Country Attractiveness Index 2011

**Figure 2.16 Facteurs Clés de Performance en Afrique en 2011**

Pays	2005/06	2007	2009/10		2011	
	Rang	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang
<b>Amérique du Nord</b>	1	1	96.9	1	97.4	1
<b>Australasie</b>	2	2	76.4	2	83.8	2
<b>Europe de l'Ouest</b>	3	3	67.5	3	78.5	3
<b>Asie</b>	4	4	53.5	4	65.4	4
<b>Moyen Orient</b>	5	5	45.9	5	62.9	5
<b>Europe de l'Est</b>	6	6	41.9	6	44.4	7
<b>Amérique Latine</b>	7	8	34.9	7	44.0	8
<b>Afrique</b>	8	7	33.2	8	47.3	6

Table 2.6 Comparaison avec les pairs

#### 2.4.2 Afrique : Gouvernance, développement et naissance du Capital Investissement et du Capital-risque

Selon l'OCDE (Organisation de Coopération et de Développement Économiques), les investissements dans du capital investissement ont augmenté de 500% entre 2000 et 2007. Le Nigeria et l'Afrique de Sud représentent la plus grande part de cette augmentation avec 47%.

Les investissements locaux ont principalement progressé en Afrique du Sud et le Nigeria. Cette croissance est due en partie aux efforts de libéralisation de l'économie et à l'encouragement aux investissements étrangers principalement dans les secteurs des télécommunications et de la banque. Elle est aussi due à la croissance des partenariats publics-privés. Ces partenariats avec des contrats importants ont poussé les firmes à changer leurs « business model ».

Le capital-risque en Afrique est à présent envisagé comme un indicateur de développement et un générateur de profits dans les secteurs de la finance, des transports et des technologies d'information. Ces secteurs soutiennent continuellement le développement et permettent aux investisseurs d'obtenir des retours sur investissement considérables.

#### *2.4.2.1 Les problèmes structurels continuent de limiter la croissance du CI*

Bien que les fonds africains obtiennent des retours sur investissement trop élevés par rapport à d'autres types d'investissements sur le marché, plusieurs problèmes sociopolitiques continuent à ralentir la croissance du CI et principalement l'absence d'institution démocratiques et la transparence. La mauvaise gouvernance et la corruption restent de grands obstacles au développement économique.

#### **2.4.3 L'Afrique détient un fort potentiel à moyen et long terme**

Si l'Afrique présente un fort potentiel, se sont toutefois toujours les mauvaises nouvelles qui font la une de la plupart de ces pays. En effet, l'Afrique reste ravagée par les guerres civiles et l'absence de démocratie. Ceci n'a pas empêché l'émergence de plusieurs capital-risqueurs et de leaders politique qui ont promu le développement économique local, permettant de ce fait à des milliers d'entrepreneurs de se lancer dans les affaires. On peut citer comme exemple le développement du secteur des télécommunications et principalement le marché des cellulaires et de l'Internet ainsi que le développement des services de paiement en utilisant les téléphones cellulaires.

#### *2.4.3.1 Gouvernance et investissement*

Sur le long terme, l'Afrique a besoin de réaliser des réformes structurelles et macroéconomiques, de revoir les politiques fiscales, d'améliorer la transparence de la gouvernance, de trouver une cohésion sociopolitique, d'abolir les obstacles au développement du secteur de télécommunication et des technologies de l'information ainsi que d'améliorer la régulation et le développement économique.

Paul Collier, professeur d'économie à Oxford souligne qu'en Afrique la plupart des projets échouent du fait que l'accent soit mis sur le plan macroéconomique plus que sur le plan microéconomique.

Les organisations multilatérales, les économistes et les analystes soulignent que l'Afrique nécessite un important développement de ses infrastructures à travers des partenariats publics-privés si elle veut rattraper le reste de monde. Ils mentionnent aussi que la plupart des pays africains doivent adopter des lois qui permettront de moderniser leurs économies et optimiser le risque pays. En effet, les risques peuvent être minimisés par la mise en place d'institutions légales qui limiteront la corruption, renforceront le droit de propriété et le respect des contrats.

#### 2.4.4 Investir en Afrique, les défis et opportunités

L'activité de CI couvre une grande partie de l'Afrique, de ses industries et de ses fonds d'investissements. Sur le plan géographique nous pouvons constater une grande activité en Afrique de Sud et au Nigeria. Victor Kgomoewana (2013) un consultant à Ernest & Young's Africa Business Center, identifie l'Angola, le Ghana, la Tanzanie et la République Démocratique du Congo comme des pays émergents avec une forte demande de CI. Le Kenya, la Tanzanie, L'Uganda, le Rwanda et la Burundi forment ensemble un marché commun en Afrique de l'Est, génèrent de larges opportunités d'investissements et encouragent les compagnies à élargir leurs zones d'intervention<sup>32</sup>.

Les secteurs en lien avec les infrastructures, les télécommunications, les routes publiques, les générateurs électriques, les services financiers et la construction sont des secteurs en pleine expansion en Afrique. Ces secteurs attirent beaucoup d'investisseurs en capital-risque. Les secteurs des énergies renouvelables tels que, l'énergie solaire et hydroélectrique sont des secteurs à forte croissance, la télémédecine et l'e-santé connaissent aussi de fortes croissances.

---

<sup>32</sup> Riscura Fundamentals (2013) – Bright Africa: A look at equity investment across the continent. <http://www.brightafrica.riscura.com>

Les exonérations fiscales représentent un autre facteur intéressant qui attire les investisseurs locaux et étrangers. D'ailleurs, même si les coûts d'acquisition des compagnies ne sont pas déductibles d'impôts mais les revenus qui proviennent de la distribution des dividendes sont en majorité non taxables. Ensuite, pour faire face à la fuite des capitaux, les pays africains accordent des déductions d'impôts, des redevances et diverses exonérations aux investisseurs étrangers.

En Afrique, plusieurs fonds étrangers sont actifs comme le Pan African Investment Partners Funds (PAIP I et II) géré par Kingdom Zaphyr Africa Management (KZAM), lui-même possédé par Zephy management basé à New York et le Kigdom Holding Company revenant au prince Alwaleed Bin Talal Al-Saud de l'Arabie Saoudite. KZAM cherche des opportunités d'investissements entre 30 et 75 millions de Dollars américain et se concentre sur trois secteurs d'investissements<sup>33</sup>.

Selon Robert Horton, représentant de KZAM en Afrique du Sud, ils sont intéressés en premier lieu aux secteurs qui connaissent une croissance rapide auprès de la classe moyenne qui est encore jeune dans la plupart des pays et qui est de plus en plus éduquée. Les secteurs ciblés sont : les services des télécoms, les services financiers, le secteur de la construction pour les particuliers, les secteurs de la cimenterie, des générateurs, de l'agro-industrie et les biens de consommation. Le deuxième marché cible est constitué des régions à forte croissance et des entreprises à fort potentiel d'internationalisation. Les firmes qui montrent une forte expansion à l'international, profitent de la diversification de leurs portefeuilles et minimisent ainsi le risque de change et le risque pays. KZAM apporte aussi le soutien et l'accompagnement aux entreprises en travaillant en étroite collaboration avec les firmes et en les aidant à améliorer leurs stratégies d'affaires et leurs gouvernances.

---

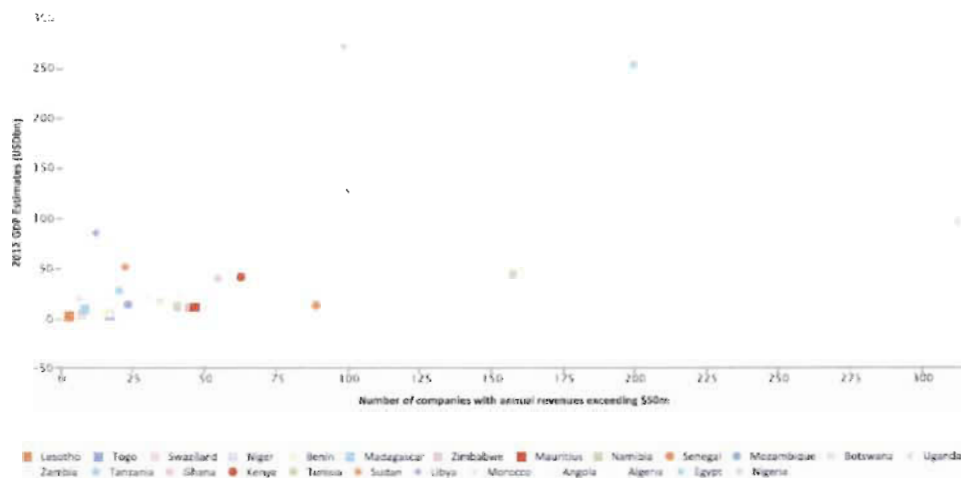
<sup>33</sup> Riscura Fundamentals (2013) – Bright Africa: A look at equity investment across the continent. <http://www.brightafrica.riscura.com>.

## 2.4.5 Attractivité de marché de Capital Investissement en Afrique

### 2.4.5.1 Plus que le PIB

Le PIB d'un pays ne suffit pas pour déterminer l'attractivité d'un pays en ce qui concerne le capital-investissement. D'ailleurs, le PIB de plusieurs pays africains se concentre sur les secteurs clés souvent monopolisés par quelques compagnies. C'est particulièrement vrai des pays où l'économie est basée sur les ressources naturelles et où chaque secteur est monopolisé par une minorité d'entreprises.

L'une des méthodes utilisées pour estimer l'attractivité du capital-investissement consiste à combiner la taille de l'économie avec le nombre d'entreprises matures.



Source : IMF, S&P Capital IQ, Bain, RisCura Fundamentals Analysis

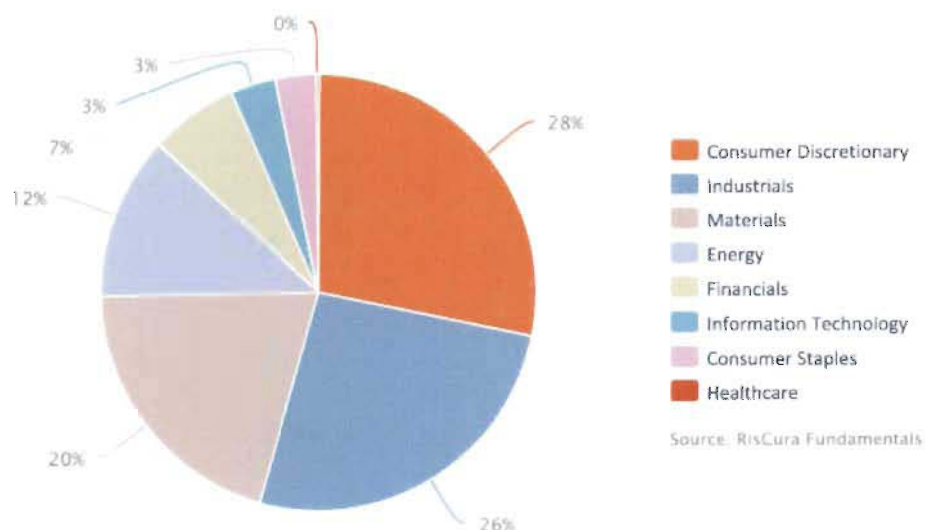
Figure 2.17 Attractivité de marché de Capital Investissement (excluant l'Afrique de Sud)

Nous remarquons que les pays africains avec des PIB élevés mais avec peu de compagnies matures, trouvent des difficultés à cibler des firmes à financer. Un pays bien placé sur l'échelle, combine une économie puissante, plusieurs grandes entreprises et aura une grande chance de réaliser des bons objectifs d'investissements.

Prenons l'exemple du Nigeria et de l'Angola : bien que l'économie du Nigeria soit plus importante que celle d'Angola, les deux pays présentent le même nombre de grandes entreprises, ce qui rend leurs attractivités similaires. Le Nigéria dispose d'une grande économie basée sur le pétrole mais monopolisée par un nombre restreint de grandes entreprises, ce qui place le Nigeria et l'Angola sur la même ligne. En comparant le Nigeria au Maroc, on remarque que le Maroc dispose d'un PIB moindre que celui de Nigeria mais possède un plus grand nombre de grandes compagnies et un marché de capital investissement plus développé.

#### 2.4.5.2 Capital Investissement par secteur d'activité

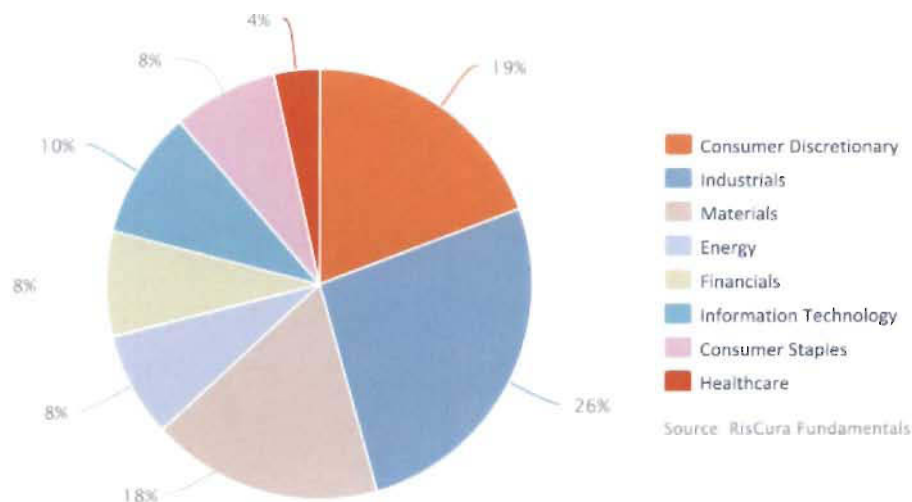
Le capital investissement en Afrique est parfaitement diversifié. Cependant, le choix des SCR favorise certains secteurs d'activités par rapport à d'autres. En fait, selon les données de RisCura trois quarts des projets financés par les SCR appartiennent aux secteurs des biens discrétionnaires, de l'industrie et des matériaux<sup>34</sup>. Les deux graphiques ci-dessous présentent les projets financés par le capital-investissement entre 2006 et 2012 pour les divers secteurs excluant les firmes actives dans le secteur de télécom et les grandes compagnies (en termes d'actif total).



Source : RisCura Fundamentals

Figure 2.18 Capital Investissement en Afrique en termes de valeur

<sup>34</sup> Riscura Fundamentals. (2013). *Bright Africa: A look at equity investment across the continent*. Tiré de <http://www.brightafrica.riscura.com>.



Source : RisCura Fundamentals

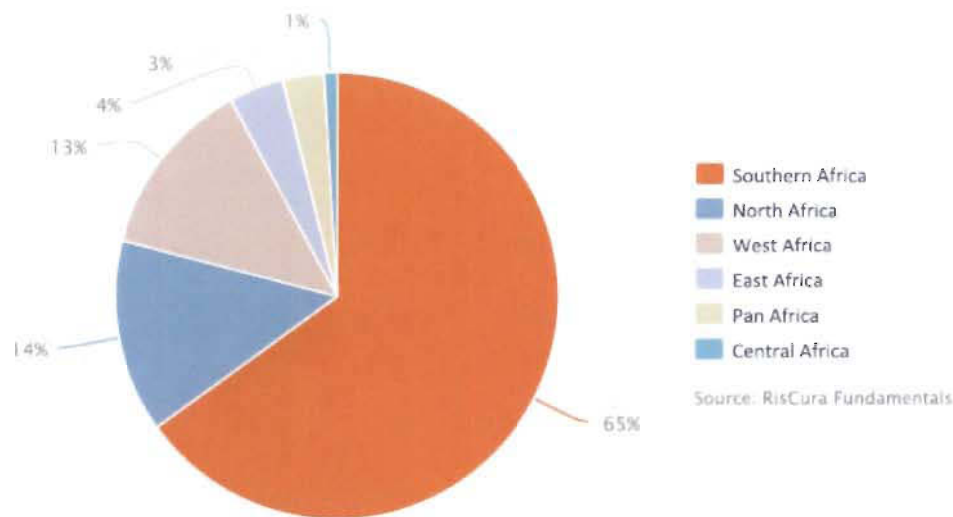
Figure 2.19 Les projets financés en Afrique en fonction du secteur d'activité

Les projets financés dans le secteur financier sont considérables, mais jouent un rôle moins important comparé aux autres secteurs. Contrairement à ce que l'on pourrait tout d'abord penser, le graphique indique une portion non négligeable pour le secteur de la santé ce qui reflète un intérêt croissant pour ce secteur dans le continent et principalement en Afrique de Sud. Les secteurs qui nous intéressent, les technologies de l'information et les biens de consommation, présentent des portions importantes.

#### 2.4.5.3 Capital Investissement par zone géographique

Le capital investissement est très développé en Afrique du Sud et dans certains pays de l'Afrique du Nord mais il démarre tout juste sur le reste du continent. Plus de la moitié de l'activité du capital-investissement se trouve en Afrique de Sud où l'écosystème de capitaux privés, de banquiers, d'avocats et de comptables est très développé.





Source : RisCura Fundamentals

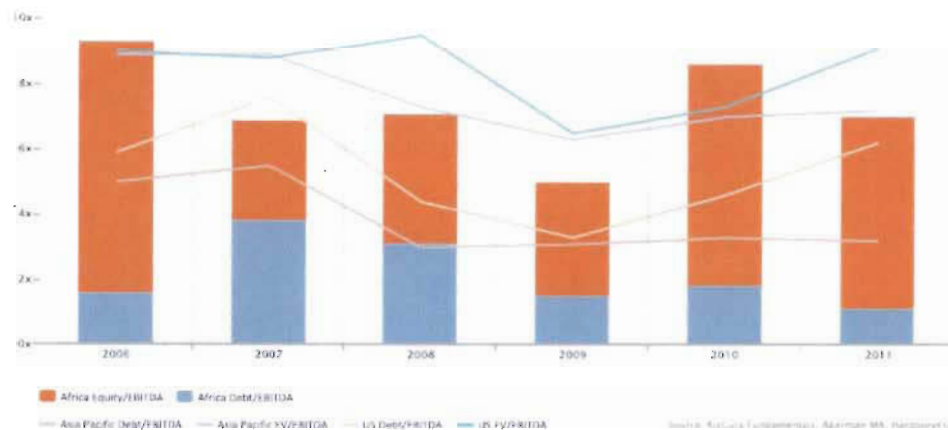
Figure 2.20 Les projets financés par les SCR en Afrique par zone géographique

La forte croissance en Afrique de l'Ouest et l'élargissement de la classe moyenne du Nigeria ont attiré d'importants investissements et plusieurs acquisitions ont été conclues. La stabilité du gouvernement au Ghana et la richesse de ses ressources ont attiré d'avantage d'investissement en Afrique de l'Ouest. Avant le déclenchement du Printemps arabe, l'Égypte et le Soudan avaient attiré d'importants investissements. Le marché du capital investissement a connu un développement considérable dans les pays du Maghreb Arabe. Toutefois, en Afrique de l'Est le capital investissement a connu une activité très limitée.

#### 2.4.6 Capital-investissement multiple africain

Un gain multiple est défini comme étant le ratio du coût de l'investissement par rapport aux gains provenant de l'investissement en question. Il existe plusieurs façons de calculer ce ratio mais le plus commun est le ratio : valeur totale de l'entreprise (EV) par rapport aux profits d'opérations générés par l'EBITDA.

Afin de comparer le niveau des projets financés en Afrique avec d'autres zones du reste de monde, RisCura Fundamentals a dressé une base de données du capital investissement multiple africain. L'échantillon comprend vingt projets financés par année de 2006 à 2011. Toutefois, cette base de données exclue toute activité de sortie. Cependant, nous pourrions remarquer que le capital investissement est moins important comparativement au reste de monde.



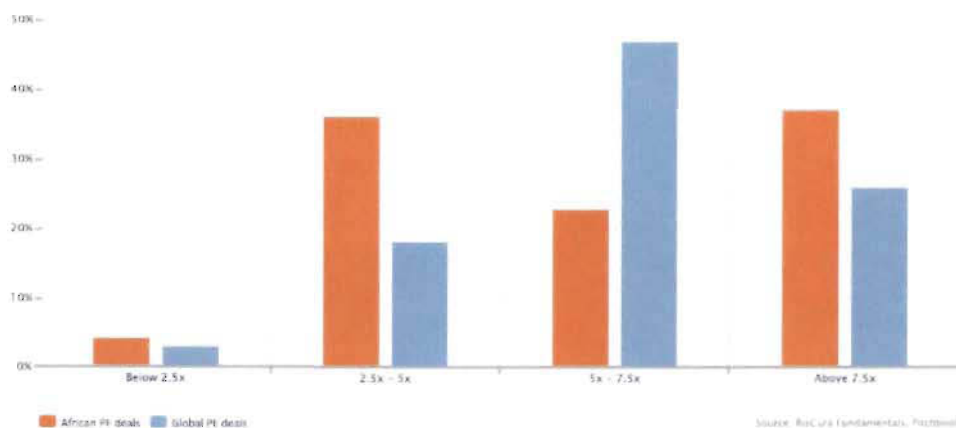
Source : RisCura Fundamentals, Akerman MA, Harbourvest

Figure 2.21 Capital Investissement multiple comparé à celui des États-Unis et à l'Asie Pacifique

Notons que le marché financier et des dettes sont peu développés en Afrique excepté en Afrique de Sud. Les projets financés par le capital investissement en Afrique utilisent en moyenne 2x EBITDA en financement par dette comparativement à 6x pour les États-Unis et de 4x pour l'Asie. Ce niveau moins élevé de dettes sera accompagné de moins de prise de risque et par conséquent par moins de profits. Le financement par dettes a connu son plus haut niveau en 2007 avec des grands projets financés en Afrique de Sud.

## 2.4.7 Analyse du Capital Investissement multiple africain

### 2.4.7.1 Projets financés multiples



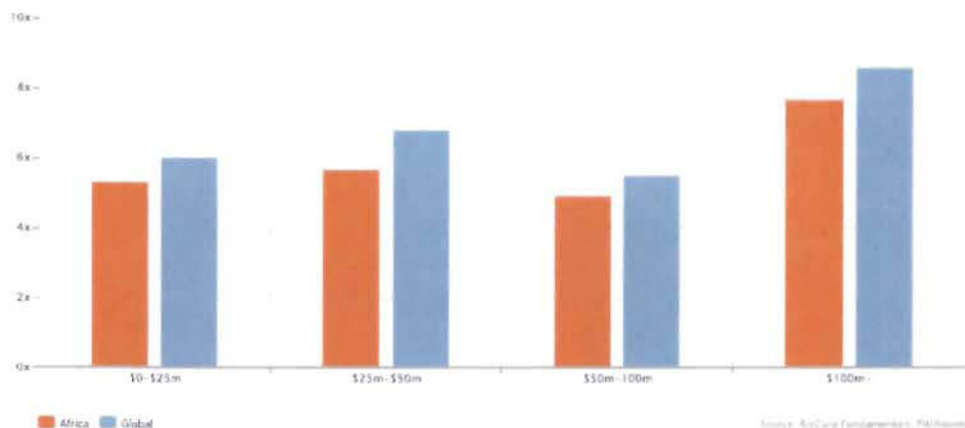
Source : RisCura Fundamentals, Pitchbook

Figure 2.22 EV/EBITDA multiples par projet financé

Près de la moitié des projets financés mondialement ont pris place dans le groupement 5x – 7x, le un quart plus que 7.5x. et 20% sous les 5x. Cependant en Afrique 80% des projets financés se trouvent soit dans le groupement 2.5x – 5x ou au-dessus de 7.5x. La croissance du nombre des firmes acquise par LBO explique le nombre élevé de l'appartenance des firmes financés au groupement de 7.5x et plus. Une autre explication est l'exigence par les SCR d'un rendement élevé vu le risque pays.

### 2.4.7.1 Accords multiples par taille d'entreprise

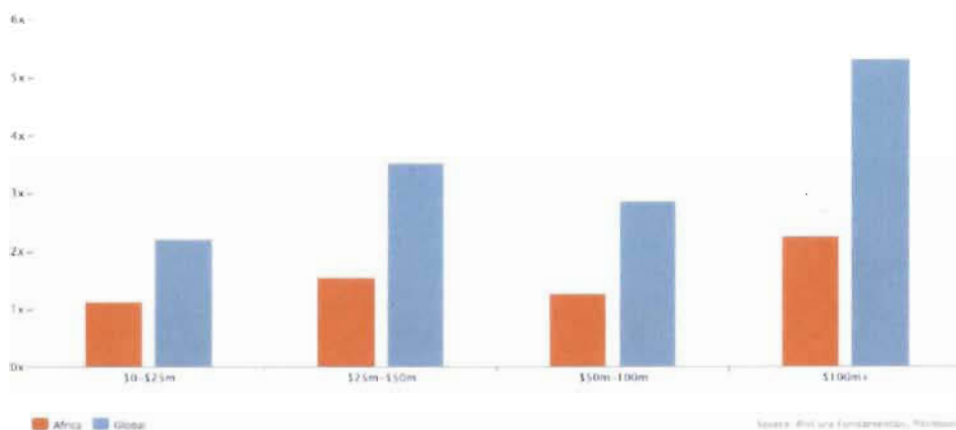
En terme de taille et comparativement au reste de monde, les firmes financés par les SCR africaines restent largement derrière.



Source : RisCura Fundamentals, Pitchbook

Figure 2.23 EV/EBITDA multiple - moyenne par taille

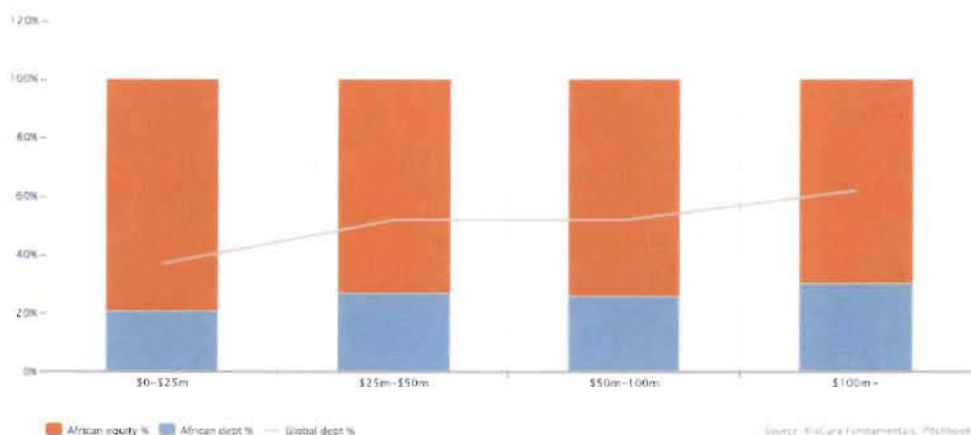
Bien que les SCR africaines exigent un rendement élevé vu le risque pays mais le ratio moyen EV/EBITDA multiple des firmes financées est 12% moins bas que celui de la moyenne mondiale. Les statistiques montrent que la valeur des projets financés est considérable mais qu'elles demeurent très coûteuses au regard de la compétitivité.



Source : RisCura Fundamentals, Pitchbook

Figure 2.24 Dette/EBITDA multiple - moyenne par taille

En analysant les dettes multiples on remarque que le niveau des dettes est moins important en Afrique par rapport au reste du monde. Le ratio dette/EBITDA multiple des projets financés est en moyenne de 2.27x. Ceci est dû à plusieurs facteurs tels que l'accès au marché des capitaux, l'aversion au risque des banques sud-africaines et les taux d'intérêts trop élevés à travers le continent. Si nous excluons les projets financés qui ne comprennent aucune dette dans la structure du capital, le ratio dette/EBITDA monte en conséquence à 3x.



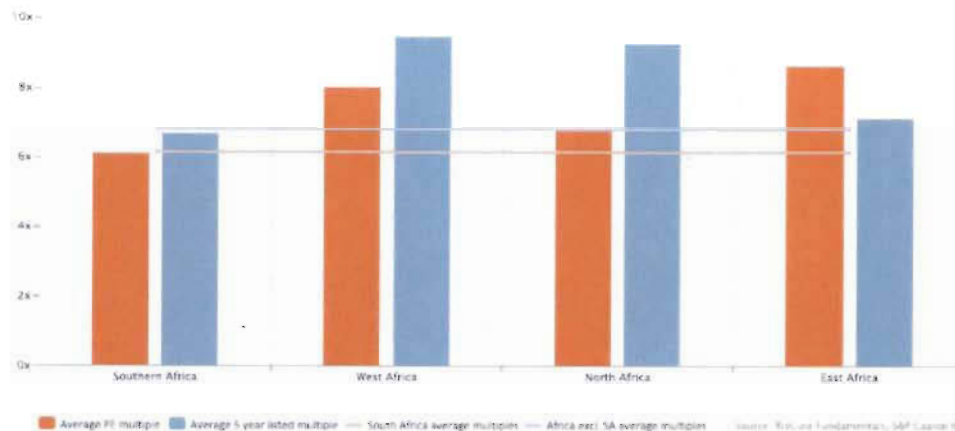
Source : RisCura Fundamentals, Pitchbook

Figure 2.25 Ratio Dette/Fonds propres par valeur entreprise - Afrique

Il est à noter que même si l'utilisation des dettes est en croissance, 30% des projets de 100 millions de Dollar et plus sont financés par dettes, comparativement à 60% sur l'échelle mondiale.

#### 2.4.7.2 Accords multiples par région

En prenant en considération les zones géographiques, c'est au sud de l'Afrique que le ratio EV/EBITDA multiple comparé au marché des capitaux propres est le moins élevé. Ceci est dû en partie à la prévision à la baisse de la croissance économique de l'Afrique de Sud.



Source : RisCura Fundamentals, S&P Capital IQ

Figure 2.26 EV/EBITDA multiple comparé au marché des capitaux propres

En Afrique de l'Ouest le capital investissement multiple est comparativement élevé au regard de la croissance prévue dans cette région. C'est la même chose en Afrique de l'Est. Cependant, la valeur des projets financés dans cette région est moins importante. En Afrique du Nord, le ratio est moins élevé que celui de l'Afrique de l'Ouest mais plus élevé que la région Sud-Africaine. En moyenne le capital investissement multiple dans la région sud-africaine est de 6x, alors que celui du reste de continent est de 6.8x.

## 2.5 CONCLUSION

Il est clair que l'économie africaine est en forte croissance. Cette croissance va de pair avec une réduction des conflits sur le continent, la propagation de la démocratie, l'urbanisation et la montée de la classe moyenne dans plusieurs pays.

Les investisseurs sont à la recherche des économies en croissance ainsi que toutes les opportunités qui se présentent sur le continent. Ils évaluent les pour et les contre étant donné qu'à l'exception de l'Afrique du Sud le risque pays est très présent.

Les données collectées ont permis de comparer le continent africain à d'autres zones géographiques. Même si le financement par capital investissement présente des difficultés énormes en Afrique, les opportunités existent et incitent les investisseurs à consacrer des fonds et du temps à tous les stades de développement du capital investissement.

D'autres conclusions sont à apporter :

- La taille de firmes financées par les SCR africaines reste loin derrière la moyenne mondiale ;
- Les SCR africaines utilisent moins de dettes comme véhicule de financement que le reste de monde ;
- L'utilisation des dettes comme véhicule de financement des firmes ne s'est pas rétablie après la crise financière de 2008 ;
- En pratique, les investisseurs utilisent une combinaison de capital public et de fonds propres afin d'atteindre leurs objectifs d'investissement.

### 3 CHAPITRE 3 - CADRE CONCEPTUEL THÉORIQUE

Dans ce chapitre nous allons faire le tour des principaux articles qui ont étudié les critères de décision utilisés par les SCR dans l'évaluation des propositions de financement de nouvelles firmes.

#### 3.1 TYEBJEE ET BRUNO (1984)

Tyebjee et Bruno sont les pionniers des études sur capital-risque, avec Hoffman (1972), Wells (1974), Poindexter (1975) et Benoit (1975).

##### 3.1.1 Modèle

Dans leur article « A model of venture capitalist investment activity »<sup>35</sup> Tyebjee et Bruno (1984) ont étudié les activités des investisseurs en capital-risque et ont défini cinq étapes séquentiels du processus représenté sur la Figure 3.1

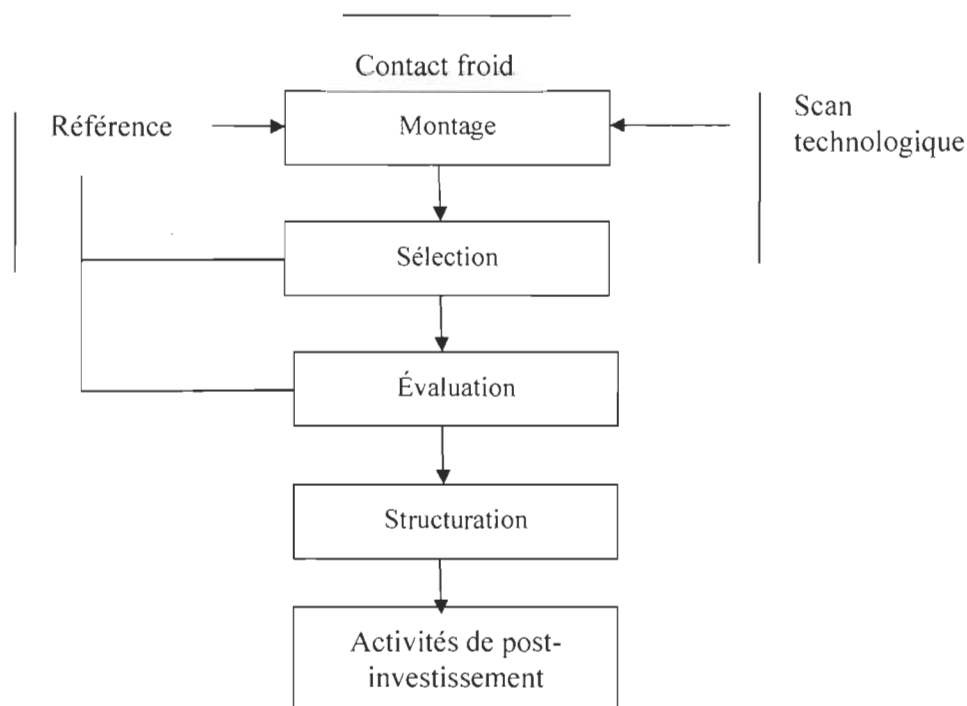


Figure 3.1 Modèle de processus de décision de l'activité d'investissement par les SCR

<sup>35</sup> Tyebjee, T. T. et Bruno, A. V. (1984) A model of venture capitalist investment activity. Management Science. 30. 1051 – 1066.



Un questionnaire a été distribué à quarante et une SCR. Le questionnaire évalue le processus de contact initial entre les entrepreneurs et les investisseurs, leur industrie, le stade de financement et le développement de produit selon vingt trois critères. Il permet aussi d'estimer le rendement potentiel, le risque à entreprendre et la décision d'investir ou pas.

En effet, Tyebjee et Bruno (1984) ont voulu modéliser les étapes du processus de décision suivi par les investisseurs en capital-risque. Ce travail de modélisation est d'autant plus difficile que les firmes financées n'ont pas de données historiques, les investissements sont non-monétisés sur le court terme et engendrent un risque élevé pour les investisseurs. Toutefois, ce risque élevé est recherché par les investisseurs en capital-risque.

Les cinq étapes du modèle sont les suivantes :

- La première étape est le montage : cette étape décrit le degré de connaissance des SCR envers les activités potentielles d'investissement. En effet, plusieurs intermédiaires sont impliqués pour mettre ensemble argent, investisseurs et firmes.
- La deuxième étape est la sélection : cette étape permet de limiter les zones d'investissements avec lesquelles les SCR sont familiarisées.
- La troisième étape est l'évaluation : à cette étape les SCR évaluent le risque et le rendement espéré pour voir si elles investissent ou non. Les différents critères évalués sont les aptitudes de gestion, le marché, le taux du rendement, l'historique des états financiers, la barrière à l'entrée, la taille d'investissement et la part de l'entrepreneur.
- La quatrième étape est celle de structuration : une fois que la proposition est acceptée par la SCR, un accord est établi entre les deux partis. Cette étape est critique car elle définit les interventions de chacune des deux parties et leurs parts d'investissements.
- La cinquième étape est l'activité du post-investissement : au cours de cette étape l'équipe des gestionnaires pourrait changer. L'objectif final étant la sortie après cinq ou dix ans et la mise sur le marché de l'entreprise initialement financée.

### 3.1.2 Méthode

Deux études sont présentées. La première couvre quarante-six SCR sondées par téléphone avec des questions semi-ouvertes et la deuxième étude est réalisée grâce à un questionnaire envoyé à quarante et une SCR. Les quarante et une SCR dans la seconde étude ont complété quatre-vingt dix évaluations. Les questions des deux études concernent la décision d'investissement.

Pour exclure les réponses biaisées, les résultats finaux ont été validés auprès de sept SCR dont les réponses ont été enregistrées.

### 3.1.3 Résultats et validation du modèle

75% des propositions sont référés par des connaissances, des banques ou d'autres SCR (Syndication). Cette pratique de référencement est très présente dans ce domaine et a été approuvée par toutes les études ultérieures.

Les deux études ont permis de collecter des données sur les trois premières étapes uniquement à savoir les étapes de montage, de sélection et d'évaluation.

- L'étape de sélection : la sélection initiale est basée sur quatre critères :

1- La taille d'investissement et la politique d'investissement des fonds collectés par la SCR. En effet, la SCR ne veut pas diluer ses fonds sur plusieurs petits investissements, elle fixe une barre d'investissement minimale à partir de laquelle elle décide d'investir dans une firme. Elle fixe aussi une barre maximale qui est relativement flexible. Si une firme est très prometteuse et demande un investissement subséquent, la SCR se regroupe souvent avec d'autres SCR pour investir ensemble. Les montants d'investissement varient entre trente mille et sept millions et cinq cent mille Dollars.

2- La technologie et le secteur du marché de la firme financée. Sur les cinquante six SCR de la première étude, vingt-neuf utilisent ce critère. Pour la deuxième étude, trois firmes sur quatre sont dans le domaine technologique dont 10% sont dans le secteur des biens et des services et 90% sont dans le secteur manufacturier.

3- L'emplacement géographique : en général les SCR sont actives dans leurs régions ce qui leur facilite le contact et le contrôle des firmes financées.

4- Le stade de financement : pour la première étude, sur quarante-six SCR, vingt-deux utilisent ce critère. En outre, peu de SCR investissent au stade de l'amorçage et les entrepreneurs font appel aux investissements formels. Pour la seconde étude, 45.6% sont des *start-up* et 43.3% concernent des financements au stade de développement.

- L'étape d'évaluation : les SCR sont appelées à classer sur une échelle de un à quatre les firmes ayant passé l'étape de sélection. Les SCR ont fourni une évaluation dans 58% des cas uniquement.

Les SCR évaluent les financements en fonction de cinq caractéristiques : l'attractivité du marché, la différenciation du produit, les capacités managériales, menaces face à la compétition provenant du marché (compétition) et enfin facteur de la sortie.

Par la suite, une régression linéaire est utilisée pour mesurer ces cinq facteurs. Il en résulte que les facteurs qui influent le risque sont, dans l'ordre de priorité :

- les capacités managériales,
- la compétition,
- le marché,
- le produit.
- Sortie. (notons que ce facteur n'influence ni le rendement ni le risque)

L'analyse discriminante est utilisée pour comprendre l'acceptation ou le rejet des opportunités d'affaires en fonction du risque et du rendement. Le marché et le produit sont liés aux rendements espérés. Plus une équipe est compétente et sait comment s'adapter à la compétition, plus le risque est réduit. Finalement, la décision d'investissement est déterminée par la balance risque/rendement : plus le risque est élevé et plus le rendement espéré est élevé.

Enfin, Tyebjee et Bruno (1984) ont validé leur modèle auprès de sept SCR. En effet, bien qu'en général les investisseurs sont en accord avec le modèle, ils relèvent trois points : tout d'abord, le modèle sous représente la qualité de l'équipe des gestionnaires, et la taille d'investissement n'est pas un critère de sélection pour plusieurs répondants; ensuite, un désaccord par rapport l'influence de l'équipe des gestionnaires sur le rendement espéré; finalement, le modèle de partage des gains n'est pas un critère important du montage et il est déterminé en fonction de la performance. Cette diversité des réponses reflète l'hétérogénéité des pratiques des SCR.

### **3.2 MACMILLAN, SIEGEL ET NARASIMHA (1985)**

Dans leur article « Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals »<sup>36</sup> MacMillan, Siegle et Narasimha (1985) ont étudié les critères que les investisseurs en capital-risque utilisent afin de décider d'investir ou non dans une entreprise.

#### **3.2.1 Méthode**

Quatorze SCR sont d'abord interviewées quant à leur façon d'évaluer les nouvelles propositions. Au total vingt-sept critères sont identifiés et classés en six groupes majeurs : personnalité de l'entrepreneur, expérience de l'entrepreneur, caractéristiques du produit/service, caractéristiques du marché, considérations financières et enfin équipe des managers de la firme.

---

<sup>36</sup> MacMillan, I. C., Siegel, R. et Subba Narasimha, P. N. (1985) Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals. *Journal of Business Venturing*, 1, 119 – 128.

Ensuite, vingt-quatre des vingt-sept critères sont rassemblés dans un questionnaire envoyé à cent cinquante SCR. Pour chaque critère, il est demandé aux SCR de faire un classement sur une échelle de quatre points de N/A à essentiel. On demande aussi aux interviewés (cent deux réponses sur cent cinquante questionnaires envoyés) de spécifier les cinq critères les plus importants, et de suggérer d'autres critères qui leurs paraissent essentiels. Toutefois, cette méthode pourrait être biaisée si les interviewés étaient influencés par leur perception ou s'ils voyaient ces critères d'une façon différente de ce qu'ils utilisent réellement.

### 3.2.2 Analyse des résultats

En ce qui concerne l'expérience et la personnalité, les sous critères les plus importants sont l'habilité de gérer le risque et le fait d'avoir un contrôle absolu sur la firme. Le fait que l'entrepreneur ait une personnalité compatible avec la SCR est un critère important mais n'est pas essentiel. Il y a un consensus quant à l'importance que représente l'expérience des entrepreneurs sur le marché. Toutefois, la réputation de l'entrepreneur auprès de la SCR n'est pas importante.

En ce qui concerne les caractéristiques du marché et du produit, le sous-critère le plus important est la protection du produit par une licence. Bien que 70 % des SCR investissent dans le domaine de la « haute technologie » mais pour la plupart d'elles, le fait que le produit soit « High-Tech » n'est pas considéré comme un critère important. Exiger un taux de croissance élevé est un critère essentiel.

En ce qui concerne les considérations financières, les sous-critères essentiels sont la liquidité et un taux de rendement élevé ainsi qu'une sortie dans les dix ans et non dans les cinq ans. Toutefois, la personnalité et l'expérience dominent les critères financiers.

Les auteurs ont évalué les corrélations entre les critères de décisions (deux à deux) et ont trouvé que le rejet d'un projet pourrait être dû à la faiblesse de cette corrélation. Cependant, la faiblesse de corrélation n'explique pas à elle seule la décision de rejet.

Une méthode d'analyse factorielle est établie. Tous les critères qui ne sont pas considérés importants par les répondants sont négligés et seuls les facteurs significativement supérieurs à 2.0 sont inclus dans l'analyse. Ce qui voudra dire que tous les critères ayant une moyenne inférieure à 2.8 sont exclus ( $t=1.98$ ,  $P<0.05$ ).

Les six facteurs de risque identifiés sont respectivement :

Facteur 1 : le risque de compétitivité,

Facteur 2 : le risque de bail out,

Facteur 3 : le risque d'investissement,

Facteur 4 : le risque de gestion,

Facteur 5 : le risque d'implémentation,

Facteur 6 : le risque de leadership.

Une analyse par regroupement (« Cluster analysis ») est présentée par la suite afin de déterminer s'il y a possibilité d'identifier des catégories de SCR. Seuls les critères dont la moyenne est significative et supérieure à 2.0 sont retenus.

Trois groupes ont été identifiés par les auteurs : Le premier groupe est celui des managers déterminés : sont les entrepreneurs qui ont montré des compétences de leadership avec des produits dont les caractéristiques réduisent le risque pris. Ils préfèrent les produits protégés par des licences, où un prototype déjà développé et accepté sur le marché. Les investisseurs sont familiers avec eux et la compétition est moins agressive. Le deuxième groupe est celui des éclectiques : ce sont les investisseurs qui fixent moins de restrictions et restent ouverts à toutes les propositions. Ils représentent 33% de l'échantillon. Enfin, le troisième groupe est celui des parachutistes : ils représentent 25% de l'échantillon, sont disposés à supporter des firmes tant qu'ils perçoivent un niveau élevé de rendement. Ils sont disposés à supporter des entrepreneurs qui gèrent bien leurs entreprises et qui sont familiarisés avec le secteur d'activité de la firme.

Toutefois, les auteurs se sont interrogés sur l'exigence d'un *business plan* alors que la plupart de critères utilisés n'y figurent pas.

### 3.3 MACMILLAN, ZEMANN ET NARASIMHA (1987)

Dans leur article «Criteria distinguishing successful from unsuccessful ventures in the venture screening process<sup>37</sup> » MacMillan, Zeman et Narasimha (1987) ont étudié pour la première fois les critères qui distinguent les firmes qui ont réussi de celles qui ont échoué.

#### 3.3.1 Méthode

Tout d'abord un questionnaire est préparé suite à des interviews auprès de six SCR. Deux questionnaires identiques sont présentés à chacune des SCR, exception faite pour les instructions. On demande aux répondants de classer quatre critères :

- 1- Les caractéristiques de l'équipe des entrepreneurs,
- 2- Les caractéristiques du produit et du service,
- 3- Le marché cible,
- 4- Les caractéristiques financières.

On demande ensuite aux personnes interviewés de classer sept variables de performances (ventes, marché, coûts de marketing, coûts de production, coûts administratifs, profits et rendement sur investissement).

Le questionnaire a été envoyé à deux-cent vingt SCR aux États-Unis. Seulement soixante-deux ont évalué deux firmes chacune (une qui a réussie et une qui a échouée) et cinq SCR ont été d'accord d'évaluer six SCR chacune. En tout cent cinquante réponses ont été collectées pour l'étude.

---

<sup>37</sup> MacMillan, I. C., Zemann, L. et Subba Narasimha, P. N. (1987) Criteria distinguishing successful from unsuccessful ventures in the venture screening process. *Journal of Business Venturing*, 2, 123 – 137.

### 3.3.2 Analyses

À l'inverse de l'étude de MacMillan et al (1985), une analyse par regroupement a été faite en premier suivie par une analyse factorielle. L'objet de l'analyse par regroupement est d'atténuer les biais de sous-estimation et de surestimation de certains critères par les investisseurs.

En ce qui concerne les firmes qui ont échoué trois groupes ont été identifiés : le premier groupe concerne les équipes qui sont familiarisées avec le marché et sont hautement qualifiées mais qui ne sont pas capables de maintenir un effort intense face à la concurrence. En ce qui concerne le deuxième groupe, les entrepreneurs connaissent les risques, présentent bien leurs projets mais leurs produits ne sont pas protégés par des licences. Finalement, le troisième groupe comprend des entrepreneurs qui manquent de compétences envers tous les critères.

En ce qui concerne les firmes qui ont réussi, quatre groupes ont été identifiés : le premier groupe est formé de firmes en haute technologie qui ont développé un prototype du produit et qui ont une bonne capacité concurrentielle. Le deuxième groupe comprend les firmes qui disposent de réseaux de distribution bien établis mais dont les produits présentent une protection minimale. Le troisième groupe comprend les entrepreneurs qui présentent bien leurs projets et ont fait preuve d'assez de persévérance pour créer un marché pour leurs produits. Enfin, le quatrième groupe comprend les entrepreneurs qui ne sont pas de bons orateurs, n'ont pas développé de prototype et dont les produits ne sont pas encore acceptés sur le marché mais bénéficient d'une licence bien protégée.

Cependant, on remarque qu'il est difficile de distinguer les critères entre une firme qui a réussi et une firme qui a échoué vu que ces critères sont liés aux caractéristiques des entrepreneurs.



Pour analyser les performances des variables, une régression est appliquée. Les résultats ont montré que les risques de la compétition et l'acceptation du produit sur le marché sont les deux critères qui déterminent au mieux la performance des firmes. Par conséquent ces deux critères sont plus liés au marché qu'au produit ou à l'entrepreneur. En outre, la capacité à démontrer un leadership ou une expérience passée sont des critères nécessaires mais pas suffisants.

Comme procédé par MacMillan et al (1985), une analyse factorielle est faite afin de déterminer les principaux groupes de critères. SPSS Varimax est utilisé pour l'application. Cinq facteurs ont été identifiés :

- Facteur 1 : le risque de management qui comprend la capacité de soutenir des efforts intenses, le risque d'évaluation des compétences et la familiarité avec le marché.
- Facteur 2 : la compétition, facteur montrant qu'une firme ayant peu de concurrents et un fort potentiel de croissance aura moins de chance de s'exposer au risque d'investissement.
- Facteur 3 : le risque d'inexpérience qui comprend en plus du leadership, l'expérience précédente de l'entrepreneur.

Les facteurs suivants diffèrent de l'étude de 1985 mais sont compatibles avec ceux de Tyebjee et Bruno (1984)

- Facteur 4 : la viabilité de la firme ici mise en doute si un produit n'est pas protégé par une licence, si un prototype n'est pas développé ou si la SCR n'est pas familiarisée avec le secteur d'activité de la firme.
- Facteur 5 : Sortie.

En conclusion, la différence entre les firmes qui ont réussi et celle qui ont échoué se résume souvent par un seul critère.

### 3.4 KNIGHT (1994)

#### 3.4.1 Méthode et critères

Dans son article « Criteria used by venture capitalists : A cross cultural analysis »<sup>38</sup>, Knight (1994) a étudié les SCR canadiennes et les critères de décision utilisés afin d'évaluer les nouvelles propositions. Il a fait par la suite une comparaison avec les résultats des études américaine, européenne et de celles de l'Asie de sud-est.

L'étude comprend trente et une SCR et cinquante SBDC canadiennes. Les résultats sont comparés à cent SCR américaines (MacMillan et al, 1985), cent quatre-vingt-quinze SCR européennes et cinquante-trois SCR d'Asie-Pacifique (Norman 1989)<sup>39</sup>.

Knigh t a repris le questionnaire de MacMillan et al (1985), les vingt-quatre critères sont regroupés en cinq catégories :

- 1- La personnalité de l'entrepreneur;
- 2- L'expérience de l'entrepreneur;
- 3- Les caractéristiques du produit ou du service;
- 4- Les caractéristiques du marché;
- 5- Les considérations financières.

Knigh t a demandé aux répondants de classer chaque critère et sous-critère sur une échelle à quatre niveaux de N/A à essentiel.

---

<sup>38</sup> Knight, R. M. (1994) Criteria used by venture capitalists: a cross cultural analysis. *International Small Business Journal*, 13, 26 – 37

<sup>39</sup> Small Business Development Corporations, elles sont similaires à celles du Small Business Investment Corporations aux USA.

### 3.4.2 Résultats

Les études sont comparées en utilisant le test non-paramétrique de Kruskal Wallis. Les critères communs entre toutes les études sont l'expérience et la personnalité de l'entrepreneur. Comparé aux canadiens, les américains donnent plus d'importance à tous les critères. En plus, les américains donnent plus d'importance à l'habilité du leadership dans le passé et aux expériences passées.

Pour les classements des cinq sous-critères de la catégorie « considérations financières » il y a une différence significative. Les firmes américaines cherchent une croissance et un retour sur investissement plus élevé que les autres régions.

Le critère de « haute technologie » est vu négativement par le monde entier, même aux États-Unis, où il est classé dix-huitième sur vingt-quatre. Pour les canadiens il est classé en dernier, pour l'Asie pacifique il est classé vingt-deuxième sur vingt-quatre et il est vingt-troisième sur vingt-quatre en Europe.

Comme l'avaient fait MacMillan et al (1985), les critères sont classés et ceux dont la moyenne est significative et supérieure à 2.8 sont retenus. Les facteurs pris en considération sont similaires à ceux de MacMillan et al (1985) : le risque de compétition, le risque de bail out, le risque d'investissement, le risque de mangement et le risque d'implantation.

Les américains utilisent les vingt-quatre critères de sélection alors que les canadiens, les européens et les asiatiques du Sud-est utilisent moins de critères. Les canadiens confèrent plus d'importance à l'habilité de l'entrepreneur quant à sa maîtrise du risque et au contrôle absolu qu'il est susceptible d'avoir sur la firme.

Les investisseurs américains sont plus préoccupés par le retour sur investissement et le gain collecté au niveau de sortie. Les non-américains préfèrent avoir des prototypes disponibles mais pas nécessairement dans le domaine de la haute technologie.

L'analyse factorielle est utilisée afin de séparer les différents types de risque affrontés par les SCR. En effet, toutes les SCR ont mieux classé l'entrepreneur et ses caractéristiques que les attributs de la firme elle-même. Cependant, l'analyse par regroupement n'a pas abouti à des résultats fiables.

### **3.5 FRIED ET HISRICH (1994)**

Fried et Hisrich (1994) dans leur article « Toward a model of venture capital investment decision making »<sup>40</sup> ont analysé le processus de prise de décision d'investissement par les SCR.

#### **3.5.1 Méthodologie**

Les auteurs ont conscience que la décision humaine ne pourrait pas être analysée en étudiant tout simplement les décisions finales. C'est pourquoi la perception, le processus émotionnel et cognitif doivent être intégrés afin de mieux comprendre le processus de prise de décision.

Tout d'abord, dix-huit SCR ont été interviewées et invitées à compléter un questionnaire par rapport à leur processus d'investissement. Des données sur les firmes financées sont collectées telles que, la taille, les fonds investis et les stades d'investissements. Notons que toutes les interviews ont été enregistrées.

---

<sup>40</sup> Fried, V. H. et Hisrich, R. D. (1994) Toward a model of venture capital investment decision making .Financial Management, 23, 28 – 37.

Par la suite un modèle de processus d'investissement a été développé, basé sur celui de Tyebjee et Bruno. Ce dernier a été modifié en se basant sur les résultats des interviews afin de céder la place à un nouveau modèle en utilisant une réplication logique (Eisenhardt, 1989). Ce modèle est vérifié ainsi que ces sous-critères avant de fonder une approche théorique. Cette théorie compare et croise des cas afin de développer des hypothèses. Chaque hypothèse est testée pour chaque cas et les critères génériques sont examinés.

Les résultats initiaux sont envoyés à cinq SCR afin de valider le modèle et quelques modifications ont été apportées.

### 3.5.2 Résultats et modèle

Quinze critères communs d'investissement ont été identifiés. Ces critères sont une expansion des trois critères de base identifiés par Hisrich et Jankowicz (1990) : le concept, le management et le rendement. En effet, « le concept » comprend quatre composantes : avoir un potentiel de croissance significatif, que l'investissement comprenne une idée d'affaires (un nouveau produit, service ou concept), avoir un avantage compétitif et finalement avoir un capital raisonnable. Ensuite, « le management » comprend l'intégrité personnelle et les expériences antérieures. Toutefois, pour tout investissement au second tour c'est la performance de l'entrepreneur qui compte. Les managers devraient être réalistes, avoir l'habilité d'identifier les risques et avoir une expérience de management. Enfin, « le rendement » comporte trois composantes : la sortie dans trois à dix ans, le taux de rendement élevé avec des taux exigés de 30 à 70% et finalement le fait que la SCR soit capable d'avoir un rendement élevé.

#### 3.5.2.1 *Modèle de prise de décision*

Fried et Hisrich (1994) ont présenté un modèle de six étapes :

- 1- Le montage où les dix-huit propositions sont référées.
- 2- La sélection spécifique des firmes : à cette étape les propositions qui ne rencontrent pas les objectifs de la SCR sont éliminées.

3- La sélection générique : à cette étape le *business plan* est étudié avec rigueur. Toutefois, si la qualité de référence est excellente moins de rigueur sera appliquée. Pour la sélection spécifique et générique les propositions sont rejetées dans un temps minimum.

4- La première phase d'évaluation : à cette étape plus d'informations sont collectées sur la firme, sur les sources externes telles que les clients et le secteur d'activité. En outre, plusieurs rencontres avec les entrepreneurs sont organisées afin de valider leurs habilités à travailler sous pression, et les références sont aussi validées. Des études de marché sont menées et au besoin, d'autres SCR sont consultées.

5- la deuxième phase d'évaluation : à cette étape l'évaluation continue et plus de temps est alloué à chaque proposition. Cependant, les objectifs de la SCR peuvent changer. Au cours du second tour, les deux parties discutent d'avantage des considérations financières. Il faut relever que souvent les SCR ne distinguent pas entre les deux phases d'évaluation.

6- La clôture : à cette étape les détails du contrat sont négociés, les documents légaux sont finalisés et un chèque est donné à la firme. Il faut relever que 20% des firmes ne sont pas financés même après cette étape.

Cette étude n'est pas limitée aux investissements des firmes en haute technologie. Elle a identifié des critères plus génériques que ceux de MacMillan et al. (1985). Cette étude a des similarités avec celle de Tyebjee et Bruno (1984) mais aussi des différences telles que, l'étape de sélection spécifique, ainsi que l'évaluation financière qui est négociée plus tôt.

Il faut noter que le processus de prise de décision réduit le problème de sélection adverse de plusieurs façons. D'abord, les SCR sont considérées comme des agents de prise de décision. En outre, Fried et Hisrich (1989, 1992) ont mentionné que les investisseurs préfèrent que les fonds d'investissements soient gérés par des SCR expérimentées et qui ont prouvé leur capacité de prise de décision.

Dans leur étude, Fried et Hisrich (1994) ont mentionné que les frais de gestion des fonds des SCR sont de l'ordre de 2.5% des actifs par année et de 20% des profits.

### 3.6 MUZYKA, BIRLEY ET LELEUX (1996)

Dans leur article « Trade-offs in the venture capital decision »<sup>41</sup> Muzyka, Birley et Leleux (1996) ont testé la prise de décision des investisseurs en capital-risque sur le continent européen. C'est une première pour ce genre de recherche hors des États-Unis.

#### 3.6.1 Méthodologie

Comme l'avait fait Riqueleme et Rickards (1992), Musyka et al (1996) ont utilisé la méthode d'analyse conjointe appliquée aux *trade-offs*. Cette méthode permet de mesurer quantitativement l'importance relative des attributs en les opposant les uns aux autres.

Les répondants ont été appelés à préciser une série de paires de *trad-offs* en termes d'importance. Afin de déterminer une liste de facteurs, les auteurs ont procédé à des interviews ouvertes auprès de sept SCR. Trente-cinq facteurs ont été définis, puis regroupés sous sept catégories : le facteur financier, le facteur produit-marché, le facteur de la stratégie compétitive, le facteur des fonds investis, le facteur de l'équipe de managers, le facteur de compétences de l'équipe des managers et finalement le facteur de l'accord. En utilisant ces facteurs et en appliquant un logiciel d'analyse conjointe (Crittenden et al, 1989 et Muzyka et al, 1986), un questionnaire est déterminé avant d'être testé auprès de cinq SCR. Au final soixante-treize questionnaires sont collectés dans dix pays européens.

---

<sup>41</sup> Muzyka, D., Birley, S. et Leleux, B. (1996) Trade-offs in the investment decisions of European venture capitalists. *Journal of Business Venturing*, 11, 273 – 287

### 3.6.2 Résultats

En ce qui concerne le classement des critères de décision, le potentiel de leadership de l'entrepreneur est classé premier suivi par l'équipe des managers, suivi par la compétitivité du produit sur le marché suivi par la capacité de l'équipe à mettre ce produit sur le marché. Les facteurs financiers sont classés neuvième, dixième et douzième (sortie, taux de rendement, délais avant rentabilité) alors que les facteurs en rapport avec l'accord et ceux en rapport avec l'emplacement sont classés en bas de la liste. Par conséquent, les SCR préfèrent sélectionner une opportunité qui combine une bonne équipe de gestionnaires, des caractéristiques financières et des produit-marché raisonnables.

Par la suite, en utilisant le logiciel SPSS Quick Cluster, une analyse par regroupement est réalisée. Trois groupes sont ainsi définis :

- Groupe1 : les investisseurs nationaux, qui comprend dix-huit SCR. Ces dernières sont moins concernées par la période pré-rentabilité et l'habilité de l'entrepreneur à avoir une position compétitive. Elles n'ont pas d'idées claires en ce qui concerne les stratégies d'investissements et préfèrent l'emplacement local.
- Groupe2 : les négociateurs. Ce groupe comprend quatre SCR, s'intéresse peu aux facteurs de gestion, et n'est pas dérangé par les stratégies qui ne sont pas claires. Toutefois, les caractéristiques de l'accord, la période pré-rentabilité, la convenance des fonds investis et l'emplacement sont des critères importants.
- Groupe3 : les investisseurs principaux. Ce groupe comprend cinquante et une SCR, elles placent les cinq facteurs de l'équipe des managers en premier suivi par le niveau compétitif de la firme, le potentiel de marketing/ventes de l'équipe, le potentiel de l'organisation/administration de l'équipe, l'habilité à la sortie et le degré de compréhension produit/marché.

Finalement, en termes des critères généraux, les résultats de l'étude de Muzyka et al (1996), appliqués aux SCR européennes sont en cohérence avec ceux faites aux États-Unis. Elles mettent en garde leurs intérêts sur les caractéristiques de l'entrepreneur.



### 3.7 HATTON ET MOOREHEAD (1996)

Hatton et Moorehead (1996) dans leur article « Determining venture capitalist criteria in evaluating new ventures »<sup>42</sup> ont étudié les critères utilisés par les SCR afin d'évaluer les propositions des firmes sollicitant des financements.

#### 3.7.1 Méthodologie

Tout d'abord il s'agit d'une réplique des études précédentes de Tyebjee et Bruno (1984) et MacMillan et al (1985) mais, appliquée à un nombre plus large de SCR. Un questionnaire a été envoyé à trois cents SCR et seulement quatre-vingt-six réponses étaient valides pour l'étude.

Les critères choisis sont : Les critères choisis sont : la personnalité de l'entrepreneur, l'expérience de l'entrepreneur, les caractéristiques du produit et du service proposé, les caractéristiques du marché cible, les considérations financières et les menaces face à la compétition. Les répondants ont aussi classé sept variables de performances qui sont : les ventes, la part du marché, la marge brute de profit, les coûts généraux et administratifs, les profits nets, le retour sur investissement et les gains multiples.

Il a été demandé aux participants d'indiquer leurs préférences de financements en termes de fonds demandés, du pourcentage du capital financé et du montant minimal demandé par les entrepreneurs.

---

<sup>42</sup> Hatton, L., et Moorehead, J. (1996) Determining venture capitalist criteria in evaluating new ventures. California state university Sacramento

### 3.7.2 Résultats

Pour les caractéristiques de la personnalité, les critères les plus importants sont la capacité pour un entrepreneur de maintenir des efforts intenses, l'habilité à gérer le risque et le fait de bien présenter son projet. Les SCR attendent de l'entrepreneur qu'il soit familier avec le marché cible et qu'il ait montré un leadership dans le passé. Toutefois, ces critères sont importants pour certaines SCR mais pas essentiels. La même chose pourrait être dite sur l'attention de l'entrepreneur aux détails et sa compatibilité avec la SCR.

Tout comme l'étude de MacMillan et al (1985), plusieurs SCR ne classent pas le produit « Haute technologie » comme très important, de même pour le développement d'un prototype.

En ce qui concerne les caractéristiques du marché, les sous-critères les plus importants sont la haute croissance du rendement et le potentiel obtenu d'une stratégie de sortie.

Contrairement à l'étude de MacMillan et al (1985, 1987), les sous-critères des considérations financières les plus importants sont : le retour sur investissement espéré élevé et le gain espéré de dix fois avant cinq ans ou avant dix ans.

En résumé, les critères de la personnalité et de l'expérience de l'entrepreneur sont les critères dominants, suivi par celui du marché et les moins importants sont ceux des considérations financières et du produit. Toutefois, celui des menaces face à la compétition ne figure pas parmi les critères importants.

Les SCR s'intéressent plus aux firmes avec une équipe équilibrée. Par conséquent, une firme sera rejetée peu importe son produit ou industrie si son équipe n'est pas équilibrée. En outre, seules les firmes demandant entre un et trois millions de Dollars et sollicitant entre 20 et 40% de financement total avec 5 à 15% d'apport par l'entrepreneur, seront financées.

À l'inverse de Wells (1974), Tyebjee et Bruno (1981) et MacMillan et al (1987), trois critères seulement sont retenus et qui prédisent la performance et sont : le produit accepté sur le marché, l'exigence d'un rendement de dix fois avant dix ans et pas d'investissements ultérieurs.

Une régression est appliquée sur trois variables de financement : le capital demandé, le pourcentage de financement demandé et les capitaux propres exigés par l'entrepreneur. La régression a donné des résultats similaires à ceux de MacMillan et al (1987) à savoir l'importance d'un entrepreneur référé par une source fiable appartenant à une équipe équilibrée. Toutefois, les considérations financières ne semblent pas être des critères déterminants de financement.

### **3.8 ZACHARAKIS ET MEYER (1998)**

Dans leur article « A Lack of Insight: Do Venture Capitalists Really Understand their Own Decision Processes? »<sup>43</sup> Zacharakis et Meyer (1998) ont étudié les critères utilisés par les SCR pour leur processus de prise de décision en termes d'investissement.

#### **3.8.1 Méthodologie**

Les auteurs ont procédé à une méthode en temps réel afin de capter la décision des SCR en utilisant la théorie instantanée contre la théorie soutenue. Ils ont testé si les SCR comprennent leur processus de décision. Pour cette raison le processus de décision des SCR est revu. Par la suite un ensemble d'hypothèses est testé à partir d'un modèle lentille. Ce modèle examine les firmes à financer en jugeant d'investir ou non selon un certain nombre de facteurs.

Les hypothèses proposées par les auteurs sont respectivement :

- H1 : les SCR ne font pas une introspection sur la manière dont la décision est prise.

- H2 : en augmentant les informations disponibles, l'exactitude d'introspection du processus de décision diminue.
- H3 : l'utilisation de manière optimale des facteurs d'information augmente l'exactitude d'introspection du processus de décision.
- H4 : en appliquant leurs politiques de décision, les SCR se trouvent en cohérence avec leurs résultats même si elles ne comprennent pas délibérément leur processus de prise de décision.

Cinquante et une SCR ont participé à l'étude en évaluant les propositions de financement de firmes et ont produit une pondération de chaque facteur qu'elles jugent important dans leur processus. Le processus d'expérimentation consiste en deux phases :

- 1- Identifier les signaux en relation avec la décision d'investissement.
- 2- Créer des cas de prise de décision afin de les juger.

Chaque SCR doit évaluer cent vingt-cinq cas, les signaux en forte corrélation entre eux sont supprimés. Une fois les signaux pertinents sont identifiés et codés, les cas de prises de décision sont créés. Toutefois, les signaux financiers ne sont pas inclus dans cette expérimentation.

Une régression MANOVA est appliquée pour la vérification statistique des cas. Au final chaque SCR est sollicitée afin d'évaluer entre quatre et huit signaux et afin de juger cinquante cas. Les variables indépendantes sont les signaux en relation avec la prise de décision. Les variables dépendantes sont les variables d'estimation par lesquelles les SCR réussissent leurs investissements.

Les personnes interviewées sont classées en trois groupes :

- 1- seuls les cinq signaux cognitifs de base leurs ont été proposés (familiarité avec le marché, leadership, protection de licence, taille du marché et croissance du marché),

---

<sup>43</sup> Zacharakis, A. L. et Meyer, G. D. (1998) 'A Lack of Insight: Do Venture Capitalists Really Understand their Own Decision Processes? Journal of Business Venturing 13(1): 57-76.

2- tous les huit signaux leurs ont été proposés (les cinq précédents plus la compétition directe, la force compétitive et l'expérience antérieure de l'entrepreneur),

3- seuls les facteurs d'information distinguant les firmes qui ont réussi de celles qui ont échoué leurs ont été proposés. (compétences de l'équipe, consommateurs, supériorité du produit et temps du développement du produit).

### 3.8.2 Résultats

En général, les SCR ont du mal à réfléchir sur leurs processus de décision. Pour la première hypothèse testée, les auteurs ont conclu que la compréhension des SCR envers leur décision n'est pas parfaite. Le deuxième groupe croit qu'il utilise le critère de leadership plus qu'il le faut. Cela prouve la deuxième hypothèse, qui stipule que plus on augmente le nombre d'information, plus le niveau de compréhension des SCR envers leurs processus de prise de décision diminue. La troisième hypothèse est confirmée, les SCR ont conscience que leurs processus de réflexion, basés sur les facteurs d'information, sont utilisés de manière optimale et non intuitive. En effet, les SCR utilisent divers critères autres que le business plan, pour évaluer une firme sollicitant de financement.

Bien que, plusieurs études (Wells, 19974, Pondexter, 1974, Tyebjee et Brun,o 1984, MacMillan et al, 1985 et 1987) présentent l'entrepreneur et son équipe comme critères clés, Zacharakis et Meyer sont cohérents avec Hall et Hofer (1993) qui ont montré que l'entrepreneur n'est pas si important et se classe après celui du facteur marché.

En ce qui concerne les préférences pour les groupes, pour le premier groupe, une protection par licence se classe comme premier critère suivi par celui de l'entrepreneur/équipe suivi du marché. Pour le deuxième groupe, le facteur marché est le plus important suivi par le produit. Enfin, pour le troisième groupe, c'est le facteur produit qui est le plus important alors que celui de marché est de moindre importance.

### 3.9 SHEPHERD (1999)

Dans son article « Venture capitalists' introspection: a comparison of 'in use' and 'espoused' decision policies »<sup>44</sup> Shepherd (1999) a étudié l'exactitude d'introspection des SCR dans leur prise de décision. Il s'agit entre autre d'étendre l'étude de Zacharakis et Meyer (1998).

#### 3.9.1 Méthodologie

Les données sont collectées en même temps que les décisions sont prises, et l'auteur a utilisé une analyse conjointe basée sur la théorie d'intégration de l'information.

Les interviewés étaient sollicités pour évaluer une série de profils conjoints en fonction de huit attributs :

- 1- Le temps avant le lancement du produit/service sur le marché,
- 2- La stabilité des facteurs de succès,
- 3- Les compétences éducatives,
- 4- Le leadership,
- 5- La compétitivité,
- 6- L'imitation,
- 7- La portée,
- 8- La compétence industrielle.

---

<sup>44</sup> Shepherd, D. A. (1999) Venture capitalists' introspection: a comparison of 'in use' and 'espoused' decision policies. *Journal of Small Business Management*, April. 76 – 87.

Chaque attribut est évalué selon deux niveaux. Les seize profils sont répliqués et on y a ajouté sept autres profils pour avoir en tous trente-neuf profils.

Soixante-six SCR (comprenant quarante-cinq SCR australiennes) ont complété le questionnaire sur lequel leur était demandé de classer chaque facteur sur une échelle de onze points de « pas de tout important » à « très important ».

Une analyse de la variance ANOVA est appliquée sur les données recueillies. Les seize profils répliqués sont évalués avec les seize cas originaux en utilisant la corrélation de Pearson. Par conséquent, s'il existe une différence entre l'analyse conjointe et l'analyse de la variance ANOVA, ceci indique que les SCR ont une vue limitée envers leurs processus de prise de décision.

### 3.9.2 Résultats

L'analyse conjointe est mieux validée par les interviewés « en pratique » que ceux « soutenu ». L'analyse conjointe et l'évaluation instantanée des huit facteurs a donné une meilleure compréhension des attributs par rapport à l'analyse rétrospective.

Les résultats de l'étude ont montré que la compétence reliée à l'industrie est le facteur le plus important alors que les facteurs reliés à la stabilité, à l'histoire du leadership ou à l'imitation et du facteur portée sont moins importants. En outre, les SCR ont une introspection limitée envers l'évaluation de leur propre rentabilité.

L'analyse conjointe a montré que les SCR ont tendance à surestimer les critères les moins importants et à sous-estimer ceux qui sont les plus importants. Les SCR ont une introspection limitée envers leur prise de décision lorsqu'elles évaluent une nouvelle proposition.

Toutefois, cette étude a présenté certaines limites. D'abord, la dépendance vis-à-vis des hypothèses spécifiques aux firmes peut réduire la validité de ces données à l'externe. Ensuite, les attributs codés peuvent éliminer les éléments percepteurs. Enfin, il y a la possibilité que les interviewés donnent plus d'importance à certains attributs en raison de leurs présences dans l'expérimentation.

### **3.10 KAPLAN ET STRÖMBERG (2000)**

Dans leur article « How do Venture Capitalists Choose Investments? »<sup>45</sup> Kaplan et Strömberg (2000) ont étudié le processus par lequel les SCR choisissent leurs investissements.

#### **3.10.1 Méthodologie**

Dans cette étude, les auteurs ont examiné le rôle joué par les SCR dans le recrutement des gestionnaires seniors pour chaque équipe au cours et après l'investissement. Ils ont examiné le lien entre la procédure de sélection et les termes du contrat financier. Ils ont identifié que la détermination de ces contrats est en étroite relation avec l'évaluation initiale de la gestion des firmes. Enfin, ils ont examiné la performance des investissements.

L'analyse concerne cinquante-huit firmes financées par dix SCR entre 1996 et 1999. Les auteurs ont demandé à ces SRC de leur fournir le maximum d'information possible sur leur portefeuille d'investissement, les détails des contrats de financements et si possible, les business plans au moment du financement.

---

<sup>45</sup> Kaplan, S. N. et P. Strömberg, P. (2000). "How do Venture Capitalists Choose Investments? University of Chicago Graduate School of Business Working Paper



### 3.10.2 Résultats

Les SCR sont attirées par les marchés en croissance, le deux-tiers ont cité la qualité de management comme raison principale d'investissement. En outre, les termes des accords sont aussi importants. Les SCR cherchent un intervalle de temps limité pour la sortie et classent les facteurs financiers comme critères importants d'investissement.

Les risques encourus par les investissements sont : plan d'affaire / risque de la stratégie, risque compétitif, risque de la taille du marché, risque du produit/technologie et le risque d'adaptation. Cependant, les SCR jouent un rôle important de suivi et de conseil auprès des firmes mais sans trop s'impliquer dans leurs détails au quotidien.

Pour l'analyse du marché, 40% des SCR appliquent une phase de due diligence, et pour celui de l'analyse des consommateurs, certaines sources de due diligence sont aussi retenues.

Le facteur compétition est classé comme très important par vingt des trente-sept SCR. Pour l'analyse de l'équipe de managers quatorze sur quarante et un l'ont mentionné comme important et vingt et un comme présentant des forces et des faiblesses.

Les critères du marché et du management sont des critères communs à toutes les SCR, à l'inverse des critères des prévisions financières. Toutefois, les SCR investissent dans les firmes qui présentent un potentiel de croissance rapide. En outre, l'OPA reste le cas le plus fréquent (vingt et un des vingt-sept cas) comme alternative de sortie.

L'étude a montré que les SCR jouent un rôle important dans le recrutement de l'équipe des managers seniors ainsi que dans l'assistance et le conseil des équipes des firmes qu'elles financent.

Afin d'évaluer la relation entre les termes du contrat financier et l'analyse initiale des propositions, les auteurs ont déterminé la valeur de préinvestissement en soustrayant les fonds investis de la valeur de post-investissement. Étonnamment, l'évaluation est fortement significative pour les investissements où la compétition est faible, cependant, une forte compétition montre des faibles cash-flows.

Lorsque les risques du marché et ceux du management sont élevés, les SCR concluent des contrats conditionnés afin de réduire ces risques et d'atténuer les conflits d'intérêts. Seulement 6% des firmes avec une faible compétition sont devenues des firmes publiques, alors que 38% avec une forte compétition sont rendues publiques. En outre, les firmes avec une stratégie risquée ont peu de chance de devenir publiques.

Le management est l'un des facteurs les plus importants dans la procédure d'évaluation d'investissement et c'est un indicateur qui indique qu'avec une bonne équipe des managers, la firme ira sur le marché public.

Enfin, l'évaluation initiale des SCR de l'équipe des managers, de la compétition et de la stratégie est liée à la performance, alors que les critères de l'attractivité de marché, du risque et de la taille de marché n'y sont pas liés.

### **3.11 VING ET HAAN (2001)**

Ving et Haan (2001) dans leur article « How do venture capitalists screen business plans: An art or science? Evidence from the Netherlands and the USA »<sup>46</sup> ont étudié l'évaluation des « business plans » par les SCR aux États-Unis et aux Pays-Bas.

---

<sup>46</sup> Ving, T., et Haan, M. (2001) How do venture capitalists screen business plans : An art or science? Evidence from the Netherlands and the USA. University of Amsterdam working papers. Pays-Bas

### 3.11.1 Méthodologie

Pour collecter des données, les auteurs ont procédé par interviews et par questionnaires auprès de dix SCR aux Pays Bas et de neuf SCR aux États-unis. Les interviews sont enregistrées puis codées en utilisant l'approche analytique, de Miles et Huberman (1994).

Quatre critères principaux sont évalués : l'entrepreneur, l'idée/produit, le marché et les finances.

Deux hypothèses sont mises en place afin de comparer les résultats entre les États-Unis et les Pays-Bas. La première hypothèse est qu'il n'y a pas de différence significative entre les poids assignés aux importances relatives pour les mêmes critères entre les États-Unis et les Pays-Bas. La seconde hypothèse est que les SCR aux États-Unis et aux Pays-Bas confèrent plus d'importance au critère de l'entrepreneur. Un test de Levene est appliqué pour l'analyse de la comparaison.

### 3.11.2 Résultats

La recherche a montré que le processus de sélection est hiérarchique, la sélection initiale est faite par les capital-risqueurs juniors alors que la décision d'investissement et de négociation est réalisée par les capital-risqueurs seniors.

Les critères principaux sont en accord avec ceux de MacMillan (1985) et Zopounnidis (1994). L'entrepreneur est identifié comme étant le critère le plus important dans le processus de décision des SCR dans les deux pays. En effet, les critères du produit/service et du marché se situent en deuxième position avec des différences pour les sous-critères. Cependant, le critère financier se classe en dernier. À noter qu'un business plan référé est priorisé.

### 3.12 KUMAR ET KAURA (2003)

Kumar et Kaura (2003) dans leur article « Venture Capitalists' Screening Criteria »<sup>47</sup> ont étudié les critères de sélection par les SCR indiennes en se basant sur l'étude de MacMillan et al (1987).

#### 3.12.1 Méthodologie

Les auteurs ont repris le questionnaire de MacMillan et al (1987) et l'ont appliqué aux SCR indiennes. Onze des vingt-deux questionnaires envoyés étaient valides. Cette étude a permis de souligner l'importance du « business plan » et de son contenu.

L'étude a mis en évidence six catégories de risque : le risque de perte de l'investissement total ; le risque d'incapacité de bail out ; le risque d'implantation des nouvelles idées ; le risque de compétitivité ; le risque d'échec du management et le risque d'échec de leadership.

Chaque SCR active sur le marché depuis cinq ans est sollicitée à répondre à deux questionnaires identiques, un pour une firme qui a réussi et le deuxième pour une firme qui a échoué précédemment financée.

Un test de tau-c de Kendell est utilisé afin d'évaluer l'association entre les variables. Cependant, afin d'évaluer la différence entre les firmes réussies et celles qui ont échoué, le test de Wilcoxon Signed Rank est utilisé.

Une analyse de performance est réalisée. Les critères de performance incluent les caractéristiques de l'entrepreneur, du produit ou du service, du marché et des considérations financières.

### 3.12.2 Résultats

Les SCR s'accordent à dire que les firmes qui ont réussi sont celles qui sont capables de maintenir un effort soutenu. Les équipes des firmes qui ont réussi, en majorité référés par des connaissances, sont familières avec le marché cible. Toutefois, pour être considéré comme une équipe d'une firme réussie, il n'est pas nécessaire de connaître le marché cible ou d'avoir un produit protégé par une licence.

Les équipes des firmes qui ont réussi ont tendance à avoir des bons résultats surtout si elles sont convaincues par leurs idées. Ils ont stimulé le marché dans le passé, ont bien identifié et créé leurs marchés et ont accompli leurs résultats en termes de performance. Cependant, les exploits des équipes entrepreneuriales ne sont pas liés nécessairement à l'industrie de la haute technologie.

Les firmes ayant réussi n'ont jamais ignoré les détails liés à la compétition, elles ont l'habileté d'évaluer et de réagir face au risque, elles font attention aux détails, elles ont gagné des parts de marché et elles sont profitables. Par contre, les firmes échouées sont celles qui ont échoué sur tous les points mentionnés précédemment.

### 3.13 MASON ET STARK (2004)

Mason et Stark (2004) dans leur article « What do investors look for in a business plan?: A comparaison of the investment criteria of bankers, venture capitalists and business angels »<sup>48</sup> ont utilisé une méthodologie en temps réel afin d'évaluer la différence de prise de décision face à une opportunité d'affaires entre trois groupes d'investisseurs : les banques, les SCR et les anges d'affaires.

---

<sup>47</sup> Kumar, A. V., et Kaura, M. N. (2003) « Venture Capitalists' Screening Criteria ». The Journal for Decision Makers 28(2), 49- 59.

<sup>48</sup> Mason, C. et Stark, M. (2004) What do investors look for in a business plan? : A comparaison of the investment criteria of bankers, venture capitalists and business angels. International Small Business Journal 2004; 22; 227

### 3.13.1 Méthodologie

Les auteurs ont utilisé une analyse du protocole verbal (utilisé avant par Hall et Hofer, 1993 comme par Zacharakis et Meyer, 1995). Les réponses des interviewés sont enregistrées, transcrites puis le contenu est analysé par un système de codage appliqué aux questions de recherche. Cependant, pour des fins de comparaison, des hypothèses ont été testées. Bien que cette méthode soit plus fiable que les questionnaires, qui présentent certains biais cognitifs et de rationalisation *post hoc* (Shepherd et Zacharakis, 1999), ou une autoévaluation qui est sujette à des erreurs volontaires et involontaires, elle présente cependant certaines limites telles que la répétition des points incertains, la subjectivité, et la gêne de certains répondants.

L'échantillon comprend quatre banques, trois SCR et quatre « anges d'affaires ». Chacun de ces interviewés a été appelé à réexaminer trois propositions de « business plan » en présence d'un des auteurs (centre de formation Internet, chaîne de restaurants et laboratoire d'essai). Cependant, il est à noter qu'il a été difficile de présenter des opportunités d'investissement similaires pour les banquiers, les SCR et les anges d'affaires.

Les informations qui concernent chaque opportunité sont résumées sur un formulaire de trois pages pour les « anges d'affaires », et de cinq pages pour les SCR. Ces formulaires incluent les critères suivants : le concept/produit, le marché, la compétition, l'équipe de managers et le sommaire financier. Les interviewés n'étaient pas sollicités pour donner des explications ou des descriptions verbales.

Trente transcrits sont collectés puis divisés en phrases courtes, ou « opinions segmentées ». Cette méthode a permis d'identifier l'importance des aspects des propositions pour ces investisseurs.

### 3.13.2 Résultats

Le premier point à noter est qu'aucun des banquiers n'est prêt à financer un centre de formation Internet ou une chaîne de restaurants et que le processus de décision et d'approche sont les mêmes dans toutes les banques. Il existe aussi une cohérence des SCR dans la prise de décision. Elles ont toutes rejeté le financement d'un centre de formation Internet ou d'une chaîne de restaurants. Toutefois, il n'existe pas de consensus entre les « anges d'affaires ». Deux ont rejeté les trois propositions, un était favorable pour la chaîne de restaurants et un pour le laboratoire d'essai.

En ce qui concerne les critères de décision, les banques se focalisent sur les aspects financiers deux fois plus que les SCR ou les « anges d'affaires ». Les critères du marché et de l'entrepreneur sont secondaires pour les banquiers qui ne donnent aucune importance aux critères de la stratégie, des opérations, du produit et du « business plan ». Les SCR concentrent leur décision en premier lieu sur le marché, puis sur les aspects financiers et finalement sur l'entrepreneur et la stratégie. Les « anges d'affaires » se focalisent en premier lieu sur les aspects financiers puis sur le marché, le type d'entrepreneur et finalement l'adéquation avec les investisseurs (qui est le critère spécifique des « anges »). Par conséquent, les « anges d'affaires » sont plus proches des SCR que des banques. Toutefois, il n'y a pas de cohérence entre les approches suivies par les « anges d'affaires » et ils restent influencés par leurs compétences et leurs expériences.

Cette étude a montré que l'entrepreneur n'est pas le premier intérêt des investisseurs. Pour les banques, le premier critère est le paiement des prêts et les aspects financiers qui incluent la comparaison des « business plans » par rapport aux industries concernées.

Les « anges d'affaires » et les SCR s'intéressent plus au potentiel de la croissance des affaires et au rendement attendu. Ils s'intéressent aussi au marché, à sa taille, à sa croissance et à son niveau de compétition. Même si ce ne sont pas pour les mêmes raisons, l'aspect financier est aussi important pour les banques. Toutefois, les « anges d'affaires » s'intéressent plus à l'entrepreneuriat, aux relations personnelles et cherchent un intérêt ludique.

### **3.14 SILVA (2004)**

Jorge Silva (2004) dans son article « Venture Capitalists' Decision-Making in Small Equity Markets: a Case Study Using Participant Observation »<sup>49</sup> a étudié le processus de décision et les critères utilisés par une SCR portugaise.

#### **3.14.1 Méthodologie**

L'auteur a procédé à une méthode qualitative basée sur des interviews ouvertes et sur l'observation des rencontres entre les investisseurs et les entrepreneurs en temps réel. Cette méthode a permis d'outrepasser les limites des méthodes utilisées dans les études antérieures. La limite de la méthode du protocole verbal réside dans sa dépendance par rapport aux données d'auto-évaluation. La méthode de recherche archivable est limitée par les outputs de processus alors que la méthode d'expérimentation est limitée par les hypothèses posées au début de la recherche.

Seize plans d'affaires ont été présentés devant la SCR portugaise entre septembre et décembre 2002. En effet, huit sur douze entrepreneurs ont contacté la SCR par le réseau informel.

---

<sup>49</sup> Silva, J. (2004). "Venture Capitalists' Decision-Making in Small Equity Markets: a Case Study Using Participant Observation." *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* 6(2), 125-145



### 3.14.2 Résultats

Bien que les représentants de la SCR aient été rapprochés par des entrepreneurs au cours de présentations publiques ou contactés par courrier ou par téléphone afin d'organiser des rencontres, douze des seize nouvelles propositions initiées par les entrepreneurs sont passées par le réseau informel.

En effet, lorsque la SCR décide d'examiner d'avantage une proposition, trois activités sont prise en considération : la due diligence, la collecte plus profonde d'information et la négociation des aspects de base des termes de l'accord avec l'entrepreneur.

Ensuite, en ce qui concerne la prise de décision envers les critères appliqués, la SCR prête évidemment une attention particulière à l'entrepreneur. Le curriculum vitae est aussi considéré comme une source importante et vitale pour la SCR. Contrairement à certaines études et recherches antérieures, les projections financières ne sont pas considérées comme essentielles dans l'étude de la phase initiale d'une proposition.

Enfin, la trouvaille la plus significative de cette étude (ce qui va à l'encontre de la majorité des autres modèles de prise de décision) est relative au fait que les négociations des termes d'accord sont complétées et non initiées à cette phase. Cette activité est initiée durant la phase d'évaluation.

### 3.15 FRANKE, GRUBER, HARHOFF ET HENKEL (2006)

Franke, Gruber, Harhoff, et Henkel (2006) dans leur article « Venture capitalists' evaluations of start-ups teams: Trade-offs, knock-out criteria and the impact of VC experience »<sup>50</sup> ont étudié les critères de décision pratiqués par les SCR et ont examiné l'impact de leur expérience sur cette prise de décision.

#### 3.15.1 Méthode

Les auteurs se sont fixés deux objectifs principaux : le premier étant d'explorer d'avantage le processus d'évaluation des équipes de *start-up* par les SCR et le deuxième étant de déterminer s'il y a une différence entre les SCR novices et les SCR expérimentées relativement à ces critères d'évaluation.

Cinquante et une interviews ont été menées auprès de vingt-six SCR de Munich à Berlin en passant par Vienne. Les SCR ont été appelées à classer vingt équipes de start-ups en fonction de sept caractéristiques. Pour analyser ces classements, un modèle de choix d'analyse discrète est utilisé. Il est connu sous le nom « Plackett-Luce » ou modèle « logit explosé ».

Les auteurs ont utilisé une analyse conjointe où les personnes interviewées ont été sollicitées afin de juger d'une série de profils consistant dans une combinaison de plusieurs attributs. Leur analyse se penche sur le stade initial du processus d'évaluation par les SCR, la sélection du « business plan » et utilise la description de l'équipe des entrepreneurs comme facteur de base dans l'expérimentation.

Les sept caractéristiques prises dans l'étude sont respectivement : l'expérience pertinente ; le domaine d'étude ; l'expérience managériale ; la connaissance mutuelle au sein de l'équipe ; le niveau d'études ; l'âge des entrepreneurs et les catégories des expériences précédentes.

---

<sup>50</sup> Franke, N., Gruber, M., Harhoff, D., et Henkel, J. (2006) Venture capitalists' evaluations of start-ups teams: Trade-offs, knock-out criteria and the impact of VC experience. Entrepreneurship theory and practice (ETP).

### 3.15.2 Résultats

L'étude a mis en évidence que l'expérience de l'entrepreneur est le critère le plus important (choisis par 32.2% des interviewés). Pour les SCR novices ou expérimentées, ce critère est deux fois plus important que ceux du niveau d'éducation, classé deuxième, suivi de l'expérience de leadership et de la connaissance mutuelle entre les entrepreneurs de la même équipe. Le critère d'expériences précédentes est classé en dernier (choisis par seulement 4% des interviewés).

Le niveau académique des études est essentiel mais que quelques-uns ou que toute l'équipe ait ce niveau académique ne fait pas de différence. De plus, l'indice de réussite est meilleur quand peu de membres sont diplômés que si c'était le cas de tous les membres.

Une équipe composée de membres âgés de vingt-cinq à quarante-cinq ans est pire qu'une équipe dont les membres sont âgés de trente-cinq à quarante-cinq ans. Toutefois, une équipe âgée de trente-cinq à quarante-cinq ans obtiendra la même évaluation qu'une équipe de vingt-cinq à trente-cinq ans si les membres de cette dernière se connaissent professionnellement depuis longtemps.

Les SCR expérimentées attachent plus d'importance aux connaissances mutuelles entre les membres de la même équipe que les SCR novices, de même pour les expériences antérieures et des membres de l'équipe âgés de trente-cinq à quarante-cinq ans.

Le fait d'avoir un diplôme universitaire est mieux considéré par les SCR novices que par les SCR expérimentées et c'est pareil pour le critère « quelques membres possèdent un diplôme universitaire », par conséquent les SCR expérimentées préfèrent des équipes hétérogènes alors que les SCR novices préfèrent des équipes où tous leurs membres sont des diplômés universitaires.

Il faut noter que pour Shepherd et al (2003) il existe une relation curviligne entre l'expérience des SCR et la performance de leurs décisions et l'efficacité de ces décisions diminue après quatorze ans d'expérience.

### **3.16 MASON, SMITH ET HARRISON (2010)**

Mason, Smith, et Harrison (2010) dans leur article « Angel investment decision making as a learning process »<sup>51</sup> ont étudié la nature de l'apprentissage en ce qui concerne la prise de décision des « anges d'affaires » comment ils apprennent de leurs expériences, comment et quoi exactement.

#### **3.16.1 Méthodologie**

Pour les « anges d'affaires » il faudra chercher à savoir si telle proposition de financement coïncide avec leurs critères d'investissement et le budget alloué (Tversky et Kahneman 1974). De manière générale le rejet d'une proposition est dû à plusieurs raisons et non à une seule (Mason et Harrison 1996). Selon Mason et Stark (2004) les « anges d'affaires » donnent beaucoup d'importance à l'intégrité, l'honnêteté et la personnalité d'un entrepreneur.

Pour cette étude, Mason et al. (2010) ont utilisé une analyse de protocole verbal où les réponses des interviewés ont été enregistrées, transcrites et analysées par un système de codage appliqué aux questions de recherche. Nous pouvons noter que cette étude se concentre sur le stade initial de sélection.

Pour que l'analyse soit valide, plusieurs critères doivent être respectés : les tâches ne doivent pas être routinières, il faut respecter un laps de temps entre la performance et la verbalisation, la verbalisation ne doit pas exiger un codage excessif, les reports doivent être oraux, les sujets doivent être libres de toute distraction et finalement, les instructions doivent être claires et complètes.

L'échantillon comprend trois groupes, chacun composés de quatre « anges d'affaires » basés en Écosse (« expérimenté » ou « super ange », « novice » ayant procédé antérieurement à un seul investissement et « naissant » c'est leur premier investissement). Ces groupes sont comparés en fonction du temps associé à la prise de décision, aux critères d'investissements et aux processus cognitif.

### 3.16.2 Résultats

Le plus important des critères pour les « anges d'affaires expérimentés » est celui de la coïncidence avec leur « profil investisseur », critère qui vient seulement en deuxième position pour les « anges novices » et en quatrième position pour les « anges naissants ».

Les « supers anges » sont plus rapides en terme de prise de décision car plus expérimentés (ils font preuve de « représentation heuristique »). Ils placent le bon investissement en première position tout en maintenant leurs critères d'investissement. Les « supers anges » classent les finances en quatrième position alors que c'est quelque chose de prioritaire pour les « anges novices » et les « naissants ». Cependant, plus les « anges » sont expérimentés, plus leurs connaissances sont importantes.

Les « supers anges » et les « novices » apprennent continuellement de leurs expériences. Toutefois, en ce qui concerne la prise de décision les « anges novices » se réfèrent à leurs expériences précédentes.

Notons que le temps moyen alloué aux sélections : est de sept minutes par les « supers anges », est de onze minutes par les « novices » et est de huit minutes par les « naissants » (comparativement à moins de dix minutes dans les études de Sweeting (1991) et Hall et Hofer (1993) ; moins de six minutes pour l'étude de Mason et Rogers (1996) ; pour l'étude de Mason et Rogers (1997) la médiane est de neuf minutes).

---

<sup>51</sup> Mason, C. M., Smith, D. J., et Harrison, R. T. (2010) Angel investment decision making as a learning process. University of Strathclyde. Working paper 10-05

### 3.17 DISCUSSION

#### 3.17.1 Tableaux récapitulatifs des études analysées

Auteur(s) et année	Objet	Échantillon	Méthode de collecte des données	Analyse des données
<b>Tyebjee et Bruno (1984)</b>	Activité d'investissement	46 SCR (Étude 1) américaines 41 SCR (Étude 2) américaines	Sondage téléphonique Questionnaire	Analyse factorielle/ Régression linéaire
<b>MacMillan, Siegel et Narasimha (1985)</b>	Critères d'investissement	14 SCR + 102 SCR américaines	Questionnaire / Interviews	Analyse factorielle/ Analyse par regroupement
<b>MacMillan, Zemann et Subba Narasimha (1987)</b>	Les SCR réussis	67 SCR, 150 firmes américaines	Questionnaire / Interviews	Analyses par regroupement / Régression/ Analyse factorielle /
<b>Knight (1994)</b>	Critères d'investissements	31 SCR; 50SBDC canadiennes	Questionnaire	Classement des réponses
<b>Fried et Hisrich (1994)</b>	Prise de décision	18 SCR américaines	Interviews	Théorie fondée
<b>Muzyka et Leleux (1996)</b>	<i>Trade-offs</i>	73 SCR européennes	Questionnaire / Interviews	Analyse conjointe
<b>Hatton et Moorehead (1996)</b>	Critères d'investissements	186 SCR américaines	Questionnaire	Régression
<b>Zacharakis et Meyer (1998)</b>	Compréhension du processus de décision	51 SCR américaines	Expérimentations et observation des participants.	Modèle lentille/MANOVA
<b>Shepherd (1999)</b>	Stratégie des nouvelles firmes / Rentabilité	66 SCR représentant 47SCR australiennes	Tâche de prise de décision	Analyse conjointe/ Régression OLS (ANOVA)
<b>Kaplan et Strömberg (2000)</b>	Comment les SCR choisissent leurs investissements	10 SCR américaines, 58 investissements	Questionnaire et Interviews	Régression
<b>Ving et Haan (2001)</b>	Comparaison des critères de sélection USA vs Pays Bas	10 SCR aux Pays Bas et 9 SCR aux USA	Questionnaires et interviews	Comparaison par Hypothèses/ Test de Levene
<b>Kumar et Kaura (2003)</b>	Processus de sélection par les SCR	11 SCR indiennes	Questionnaire	Association des variables et analyse par tau-c de kendall
<b>Mason et Stark (2004)</b>	Critères d'évaluation	3 banques, 3 SCR et 4 anges	Projets d'analyse	Analyse du protocole verbal

		d'affaires en UK		
<b>Silva (2004)</b>	Marché du capital investissement portugais	1 SCR portugaise, 16 propositions	Observation des participants	Théorie fondée
<b>Franke, Gruber, Harhoff et Henkel (2006)</b>	Équipe des start-ups	51 interviews auprès de 26 SCR allemandes et autrichiennes	Experimentations/Interviews	Choix d'analyse discrète
<b>Mason, Smith et Harrison (2010)</b>	Nature d'apprentissages des anges d'affaire	3 groupes de 4 anges d'affaires chacun en UK	Interviews	Analyse du protocole verbal

Table 3.1 Étude des critères d'investissement par les SCR

Étude/Critères	Entrepreneur	Équipe des managers	Marché	Produit	Risque	Rendement	Sortie	Accord	Stratégie	Compétition	Financier
Tyebjee et Bruno (1984)	3		1	2			5			4	
MacMillan, Siegel et Narasimha (1985)	2		4	5	1	6	7			3	
MacMillan, Zemmann et Subba Narasimha (1987)			3		1					2	
Knight (1994)	1		3	2		4					
Fried et Hisrich (1994)	2			1		3					
Muzyka et Leleux (1996)	1	2	3				5	7	4		6
Hatton et Moorehead (1996)	1		2	4							3
Zacbarakis et Meyer (1998)	2		1	3							
Shepherd (1999)		1	3						4	2	
Kaplan et Strömberg (2000)		1	3	4					5	2	
Ving et Haan (2001)	1		2	2							4
Kumar et Kaura (2003)	2		3		1	4					
Mason et Stark (2004)	3		1	5					4		2
Silva (2004)	1		2							4	3
Franke, Gruber, Harhoff et Henkel (2006)		1									
Mason, Smith et Harrison (2010)	4		3	1					5		2

Table 3.2 Classement des critères d'investissement par les SCR des études revues

Le tableau 3.2 résume le classement des onze critères selon leur importance dans les études que nous avons recensé.

### 3.17.2 Évolution des méthodes d'analyses utilisées

Les méthodes d'analyse utilisées par les différents auteurs ont évolué entre 1984 et 2010 et chacune d'entre elles présente des avantages et des limites.

Nous pouvons regrouper les méthodes recensées en cinq groupes : l'analyse factorielle (Tyebjee et Bruno, 1984 ; MacMillan et al, 1985 et 1987) ; l'analyse conjointe (Muzyka et Leleux, 1996 ; Shepherd, 1999) ; les modèles économétriques (Hatton et Moorehead, 1996), Zacharakis et Meyer, 1998; Kaplan et Strömberg, 2000, Franke et al, 2006) ; la théorie fondée (Silva, 2004; Fried et Hisrich, 1994; Ving et Haan, 2001) ; l'association des variables (Kumar et Kaura, 2003) et finalement l'analyse du protocole verbal (Mason et Stark, 2004; Mason et al, 2010).

Les premières études ont montré certaines limites, telles que l'influence inégale des interviewés, les problèmes de reports rétrospectifs et d'autoévaluation par les SCR (Tyebjee et Bruno, 1984 ; MacMillan et al., 1987). En outre, l'utilisation des réponses écrites aux questionnaires au lieu de l'identification des critères utilisés dans le processus décisionnel, a laissé la porte ouverte à des erreurs et des biais associés à l'autoévaluation (MacMillan et al., 1985).

Il faut ici relever que la modélisation de la prise de décision humaine est difficile et implique perceptions, émotions et processus cognitif (Sevenson 1979).

La méthode d'analyse conjointe est une méthode viable qui permet de modéliser les critères de prise de décision (Muzyka et Leleux, 1996 ; Shepherd, 1999). L'analyse conjointe se concentre principalement sur une technique simultanée rétrospective, pour la collecte et l'analyse de la décision. Elle utilise une variante de régression afin d'intégrer une décision dans une équation linéaire ou multilinéaire permettant la séparation des attributs pondérés utilisés par les SCR.



Les jugements des interviewés sont sujet à une analyse statistique afin de découvrir quel attribut affecte le plus la performance d'évaluation des SCR et de quelle manière.

La méthode de l'analyse du protocole verbal est plus fiable que les approches utilisant les questionnaires et les interviews. Elle donne plus de détails sur la compréhension du processus décisionnel des capital-risqueurs et les critères utilisés pour évaluer une demande de financement. Elle détermine la façon avec laquelle les SCR lisent et assimilent les informations à partir d'un business plan, la raison d'utilisation de certaines informations pour la prise de décision et comment les utiliser (Zacharakis et Meyer, 1998).

L'autoévaluation et les données rétrospectives sont sujettes aux erreurs volontaires et involontaires associées aux biais et aux rationalisations *post hoc*. Il y a aussi une limite cognitive car les SCR ont un aperçu limité de leurs processus de décision (Zacharakis et Meyer, 1998; Shepherd, 1999). Par conséquent, les SCR surestiment le nombre de critères utilisés, sous-estiment les critères les plus importants et surestiment les critères les moins importants (Shepherd et Zacharakis, 1999).

Étant donné que l'expérimentation en temps réel ne requiert pas des investisseurs qu'ils fassent une introspection sur leurs manières de former leurs opinions, l'analyse du protocole verbal met à côté ces inconvénients, ces rationalisations *post hoc* et ces biais cognitifs (Shepherd et Zacharakis, 1999).

Néanmoins, l'analyse du protocole verbal présente certaines limites telles que « l'unité de pensée » qui est un indicateur imparfait mesurant l'importance d'un facteur dans la décision finale (Zacharakis et Meyer, 1995). En effet, les gens ont l'habitude de répéter quelque chose plusieurs fois s'ils ne sont pas sûrs et ne dire quelque chose qu'une seule fois s'ils sont absolument sûrs.

La subjectivité est incluse dans le codage, l'analyse et l'interprétation des transcriptions (Riqueleme et Rickards, 1992). Certains interviewés peuvent se sentir à l'aise avec le fait de réfléchir et de parler à haute voix, ce qui peut déformer leurs opinions. De plus, d'un point de vue pratique, cette méthode ignore la raison d'être de la source de financement qui pourrait être influencée initialement par l'attitude de l'investisseur (Hall et Hofer, 1993).

L'expérimentation comme approche méthodologique a ses limites, en particulier, elle se base sur des hypothèses et des attributs définis en avance.

### 3.17.3 Entrepreneur

De manière pratique, chaque étude a examiné les caractéristiques objectives et subjectives de l'entrepreneur. Les caractères objectifs sont, à titre d'exemple : la pertinence de l'expérience antérieure ; le domaine d'étude ; l'expérience managériale ; (Franke et al. 2006). Les caractères subjectifs sont, à titre d'exemple : l'habilité de soutenir un effort et faire l'attention aux détails (MacMillan et al. 1985 ; 1987).

Certaines SCR se concentrent sur les compétences fonctionnelles, comme le management, le marketing ou la finance, alors que d'autres se concentrent sur la capacité et l'expertise (Fried et Hisrich, 1994). D'autres recherches ont démontré que les SCR préfèrent choisir des managers expérimentés (Knight, 1994) avec une tolérance de risque élevée. (Kumar, 2003).

### 3.17.4 Équipe des managers

Plusieurs études ont montré que les SCR valorisent le leadership des managers seniors et la reconnaissance de membres de leurs équipes (Kaplan et Strömberg, 2000). De même, les SCR préfèrent des équipes équilibrées avec différents *backgrounds* et compétences (Muzyka et al. 1996; Franke et al. 2006).

### 3.17.5 Marché

Pour le critère du marché, certaines études se sont préoccupées de l'accessibilité de la firme au marché cible (Tyebjee et Bruno) : le marché existant peut-il satisfaire l'activité de la firme et assurer la croissance d'une firme sollicitant un financement, cette dernière créera-t-elle un nouveau marché ? (MacMillan et al. 1985; 1987).

Plusieurs SCR cherchent à financer des firmes dans un marché à forte croissance leur permettant d'avoir un retour sur investissement élevé (Muzyka et al. 1996). En outre, Shepherd (1999) a montré que des SCR préfèrent une certaine stabilité sur le marché s'il est difficile d'obtenir un avantage compétitif.

### 3.17.6 Produit

Les études ont montré que les SCR évaluent attentivement la qualité des produits des firmes en utilisant divers critères : est-ce que le produit est unique ou suffisamment différent de ceux de la compétition (Muzyka et al. 1996) ? Est-ce qu'il y a une licence sur le produit (MacMillan et al. 1985; Zacharakis et Meyer, 1998) ? Y a-t-il un prototype du produit (MacMillan et al. 1985; 1987) ? Est-ce que le produit/service aura un avantage compétitif face à ceux de la concurrence (Fried et Hisrich, 1994; Zacharakis et Meyer, 1998)?

### 3.17.7 Risque

MacMillan et al. (1985; 1987) ont étudiés les sous-jacents des critères d'investissement par les SCR en termes des types de risque. En utilisant l'analyse factorielle, MacMillan et al. (1985) ont identifié cinq types de risque : 1- risque compétitif ; 2- risque du *bail out* ; 3- risque d'investissement ; 4- risque du management ; 5- risque d'implémentation. MacMillan et al. (1987) ont identifié d'autres risques 1- risque de management ; 2- exposition à la compétition ; 3- risque d'inexpérience ; 4- risque de viabilité ; 5- risque d'encaissement.

### 3.17.8 Rendement

Les SCR attendent un retour sur investissement très élevé sur une période moyenne. Toutefois, plusieurs chercheurs ont mentionné que les SCR sont méfiantes vis-à-vis des entrepreneurs « trop confiants et trop optimistes » qui surestiment les rendements futurs. Les SCR paient plus d'attention à la taille et à la croissance du marché et regardent si le produit/service peut satisfaire les besoins du marché émergent (MacMillan et al. 1985; 1987).

### 3.17.9 Sortie

Divers études ont montré que les SCR étudient les choix de sorties comme critère avant même d'investir (Tyebjee et Bruno, 1984). En effet, les SCR doivent liquider leur investissement au cours d'une période donnée qui s'étalera jusqu'à sept ou dix ans selon les cas, tout en étant rentable (MacMillan et al. 1985). Par conséquent, pour une SCR, la décision de financer ou non une firme dépend de l'évaluation et du temps anticipé pour une sortie (Kaplan et Strömberg 2000).

### 3.17.10 Accord

Un autre important critère pris en considération, est celui de l'accord. Une SCR sera prête à investir dans une firme à condition qu'elle ait le droit à une partie du capital à un prix attractif (Muzyka et al. 1996).

### 3.17.11 Stratégie

MacMillan et al. (1985; 1987) étaient les premiers à relever que les SCR utilisent le critère stratégie comme critère à part. D'autres chercheurs ont confirmé que les SCR l'utilisent comme critère d'évaluation (Muzyka et al. 1996; Shepherd, 1999; Kaplan et Strömberg, 2000).

### 3.17.12 Compétition

Un certain nombre d'études a montré que les SCR évaluent le risque de la compétition dans le secteur d'activité de la firme avant de décider d'investir. À titre d'exemple, MacMillan et al. (1987) ont découvert que deux sous-facteurs sont considérés par les SCR comme prédicateurs d'investissement : 1- l'acceptation par le marché d'un nouveau produit ; 2- le degré de menace de la compétition. En outre, Shepherd et al. (2000) ont montré que la compétence managériale et le degré de la rivalité compétitive dominent les critères d'évaluation des firmes à financer.

### 3.17.13 Considérations Financières

Les considérations financières sont utilisées comme critères d'évaluation par la plupart des chercheurs. Toutefois, les SCR classent ces critères parmi les derniers en termes d'importance (Muzyka et al. 1996; Ving et Haan 2001).

### 3.17.14 Critère dominant

Zacharakis et Meyer (1998) ont montré que les critères d'investissements pratiqués par les SCR changent en fonction du stade d'investissement. Les études interculturelles sur les pratiques de prise de décision (Knghit, 1994) ont montré aussi que les choix de critères sont influencés par l'appartenance géographique et qu'il y a des différences entre les pratiques des SCR américaines, européennes et celles de l'Asie du Sud-Est et du Pacifique.

Dans notre revue des recherches, cinq critères ont été considérés comme dominants : l'entrepreneur, l'équipe des managers, le marché, le produit et le risque.

#### *3.17.14.1 Entrepreneur*

Plusieurs études ont placé l'entrepreneur comme étant le critère dominant et le plus important dans le processus de la prise de décision par les SCR lorsqu'elles évaluent les propositions de financement.

Zacharakis et Meyer (1998) ont indiqué que les SCR peuvent s'intéresser aux caractéristiques de l'entrepreneur seulement au stade initial de l'évaluation de la proposition et par la suite à la compétition et au développement du produit. Cependant, même si des recherches ont montré que l'entrepreneur est un critère prédominant, l'analyse factorielle (Tyebjee et Bruno, 1984; MacMillan et al. 1985, 1987) et l'analyse conjointe (Shepherd, 1999) ont montré que l'entrepreneur joue un rôle moins marquant.

De plus, même si MacMillan et al. (1985) ont indiqué que l'entrepreneur « Jockey » est plus important que le produit « Cheval », le marché « Course » ou le risque « Chances », leur analyse factorielle a ressorti d'autres préférences d'investissements.

En résumé, la plupart des SCR considèrent l'entrepreneur comme le premier critère pour le choix d'investissement. Cependant, diverses recherches donnent peu d'intérêt à l'entrepreneur (Muzyka et al. 1996). L'analyse factorielle et l'analyse conjointe (MacMillan et al. 1985, 1987; Shepherd, 1999) ont montré que les SCR évaluent moins cet attribut. Enfin, l'importance de l'entrepreneur, en tant que critère, diminue lorsque les SCR entreprennent d'autres analyses en profondeur (Zacharakis et Meyer 1998).

#### 3.17.14.2 Équipe des managers

Shepherd (1999), Kaplan et Strömberg (2000) et Franke et al. (2006) ont considéré l'équipe des managers comme critère dominant. Franke et al. (2006) soutiennent que la qualité du capital humain est un critère déterminant qui influence la décision de financement. Les SCR préfèrent une équipe équilibrée à un seul entrepreneur talentueux. Une équipe équilibrée et hétérogène en termes de *background*, de compétence et d'expérience est mieux appréciée. En outre, une bonne équipe est celle dirigée par un entrepreneur avec un potentiel de *leadership* et ayant l'habilité de recruter des membres clés.

#### *3.17.14.3 Marché*

Tyebjee et Bruno (1984), Zacharikas et Meyer (1998) et Mason et Stark (2004) ont classé le critère « marché » comme étant le critère dominant et le plus important utilisé par les SCR dans leur processus décisionnel.

Tyebjee et Bruno (1984) étaient les premiers à découvrir que l'« attractivité du marché » est un caractère dominant pratiqué par les SCR. En utilisant la méthode d'analyse factorielle, les auteurs ont déterminé un facteur qu'ils ont nommé « attractivité du marché ». Ce facteur est composé des sous-critères, classés en ordre d'importance, qui sont : la taille du marché, le niveau de demande d'un produit sur le marché, l'accès au marché et la croissance potentielle du marché.

#### *3.17.14.4 Produit*

Certaines SCR, principalement celles qui se spécialisent dans le financement des firmes en hautes technologies, considèrent le critère de produit comme dominant. En effet, Fried et Hisrich (1994) affirment que les SCR s'intéressent à la qualité du produit, spécifiquement au stade d'amorçage et demandent des informations de la part des experts de la technologie (dont certains sont affiliés à la SCR).

#### *3.17.14.5 Risque*

En étudiant les critères d'investissement, MacMillan et al. (1985, 1987) montrent que les SCR déterminent leurs décisions en fonction du risque et distinguent une firme de l'autre selon leurs philosophies d'investissement. En outre, en étudiant le processus de prise de décision dans les marchés émergents, les auteurs ont montré que les SCR s'intéressent à l'exposition au facteur risque (Kumar et Kaura, 2003).

## **4 CHAPITRE 4 - MÉTHODOLOGIE DE RECHERCHE ET PRÉSENTATION DES RÉSULTATS**

La revue de littérature présentée dans le chapitre précédent (le cadre conceptuel et théorique), nous a permis de recenser les critères utilisés par les capital-risqueurs dans les diverses recherches que nous avons consultées. Cependant, les diverses recherches se sont appliquées aux cas de l'Amérique du Nord, de l'Europe et L'Asie Pacifique. A notre connaissance, aucune recherche de ce type n'a encore été faite en ce qui concerne l'Afrique.

Nous allons dans ce chapitre décrire l'approche suivie afin de déterminer les critères utilisés par les capital-risqueurs africains et ainsi atteindre nos objectifs de recherche. Pour ce faire, nous allons présenter notre cadre méthodologique. Ensuite, nous présenterons et nous analyserons les résultats de notre recherche.

### **4.1 TYPE DE RECHERCHE ET OUTIL DE MESURE**

Nos objectifs de recherche sont de type descriptif et qualitatif. Pour le type de recherche qualitative Gagnon (2005) stipule que « les méthodes qualitatives sont seules à rendre accessible une telle vision holistique ».

Notre outil de mesure est un questionnaire. En nous basant sur les recherches antérieures recensées par la revue de littérature, nous avons regroupé toutes les questions qui nous paraissaient pertinentes et dont plusieurs étaient reprises par la plupart des chercheurs. La majeure partie des questions sont basées initialement sur la recherche de McMillan et al (1985) et reprises ultérieurement par plusieurs chercheurs. Le questionnaire est constitué de dix-huit volets dont les sept premiers se subdivisent en quarante-neuf critères. Chaque critère est évalué selon une échelle de un à quatre, avec 1 : N/A, 2 : Souhaité, 3 : Important et 4 : Essentiel. Chaque interviewé doit cocher la case qui correspond le mieux à sa pratique.



Les sept premiers volets sont : La personnalité de l'entrepreneur ; l'expérience de l'entrepreneur ; le cas d'une équipe d'entrepreneurs ; les caractéristiques des produits et services ; les caractéristiques du marché ; les considérations financières et finalement les menaces face à la compétition. Sur les quarante-neuf critères, vingt-cinq sont tirés de l'étude de McMillan et al (1985). Six critères viennent de Hatton et al (1996). Pour le troisième volet deux critères sont pris de Muzyka et al (1996) et un critère est pris de Franke et al (2006). Le reste des critères, soit une quinzaine, ont été ajoutés pour leurs pertinences. À titre d'exemple le quatorzième critère (l'entrepreneur appartient à une famille dans les affaires) nous permettra de mettre en évidence l'école de trait de McClelland (1961, 1965) qui prétend essentiellement que l'on naît entrepreneur. Le huitième et le neuvième volet concernent respectivement le « choix d'un seul item pour évaluer l'équipe qui a présenté le projet » (McMillan et al 1985) et « le pourcentage de participation financière de la SCR dans la firme financée » (Hatton et al 1996).

Nous avons ajouté les volets dix à dix-huit. Ces volets concernent respectivement : Le montant d'investissement moyen par entreprise ; l'exigence d'un conseil d'administration ; le temps moyen alloué à une première lecture d'un business plan ; le nombre d'entreprises suivies par chaque analyste ; le véhicule de financement appliqué ; le type de PME financée. En ce qui concerne le seizième volet, nous avons demandé aux interviewés de répondre par l'affirmative ou la négative à la question de savoir si la SCR avait joué un rôle permettant à la firme financée d'améliorer ses compétences, d'améliorer sa performance, d'améliorer son image, d'atteindre ses objectifs, de favoriser le développement de certaines innovations, de bénéficier des conditions avantageuses en termes de montant et de taux d'intérêt auprès d'autres partenaires financiers et lever des fonds auprès d'autres sources de financement. En ce qui concerne le dix-septième volet, nous avons proposé neuf contributions et demandé aux Interviewés d'accorder à chacune d'entre elles le niveau d'importance qui lui est attribuée (N/A, faible, moyenne ou élevée). Le dernier volet concerne « la catégorie d'organisme d'investissement auquel appartient la SCR ».

## 4.2 ÉCHANTILLONNAGE

D'un point de vue statistique, afin de bien mener cette étude il nous faudra un minimum de trente réponses, l'objectif initial étant d'étudier le cas des SCR en Tunisie. Cependant l'ATIC (Association Tunisienne des Investisseurs en Capital) compte seulement quarante membres sur lesquels nous avons obtenu vingt réponses. Ceci nous a obligé à élargir notre étude et à couvrir tout le continent africain. Au final, nous avons obtenu trente-trois réponses : vingt de la Tunisie, sept du Maroc, deux de l'Algérie, deux de l'Angola, une réponse du Kenya et une du Nigeria.

## 4.3 COLLECTE DES DONNÉES

La collecte des réponses à notre questionnaire s'est faite entre le 13 novembre 2013 et le 2 avril 2014 date à laquelle nous avons reçu la trente-troisième réponse. La collecte des réponses tunisiennes (vingt sur quarante, soit un ratio de 50%), n'était possible qu'avec l'aide du délégué général de l'ATIC<sup>52</sup> qui fait partie de mes connaissances. En ce qui concerne le Maroc, nous avons obtenu sept réponses sur les vingt-quatre SCR que nous avons recensées (dont vingt sont membre de l'AMIC<sup>53</sup>), soit un ratio de 29%. Ceci n'aurait pas été possible sans l'aide de la déléguée générale de l'AMIC. En ce qui concerne l'Algérie où nous n'avons recensé que sept SCR, nous n'avons obtenu que deux réponses, soit un ratio de 28,5%.

Pour l'Égypte nous avons voulu suivre la même stratégie en passant par l'*Egyptian Private Equity Association* (EPEA) et en envoyant des e-mails aux trente-six SCR que nous avons recensées mais nous n'avons malheureusement reçu aucune réponse. Le responsable de l'EPEA lui-même n'a obtenu aucune réponse en transférant notre questionnaire.

---

<sup>52</sup> Association Tunisienne des Investisseurs en Capital.

<sup>53</sup> Association Marocaine des Investisseurs en Capital.

En ce qui concerne le reste des pays africains nous avons recensé une centaine de membres de l'*African Private Equity & Venture Capital Association* (AVCA). Nous les avons tous contacté par e-mail, mais nous n'avons obtenu que quatre réponses : deux de l'Angola, une du Nigeria et une du Kenya. Soit un ratio de 4% seulement, ce qui est trop faible et ne reflète pas beaucoup de sérieux de la part des SCR africaines. Une autre explication pour le taux de réponse élevé des SCR du Grand Maghreb (vingt-neuf sur soixante et onze, soit un ratio de 40%) est que mon nom de famille, Sridi, est très courant dans la région.

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
TUNISIE	20	60.6	60.6	60.6
MAROC	7	21.2	21.2	81.8
ALGERIE	2	6.1	6.1	87.9
NIGERIA	1	3.0	3.0	90.9
KENYA	1	3.0	3.0	93.9
ANGOLA	2	6.1	6.1	100.0
Total	33	100.0	100.0	

Table 4.1 Le pays d'implantation de la SCR

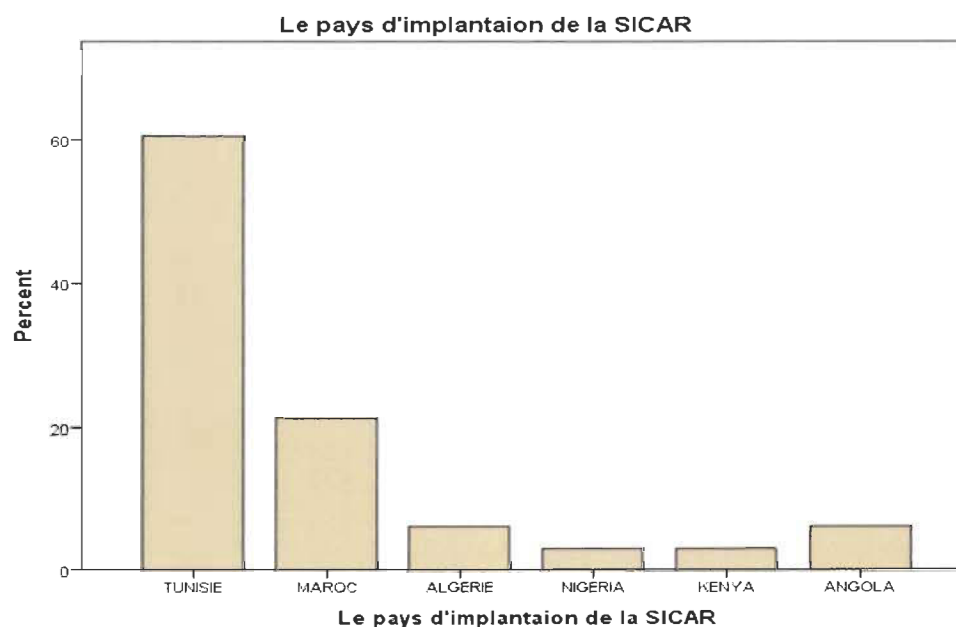


Figure 4.1 Le pays d'implantation de la SCR

## 4.4 ANALYSE DES DONNÉES

### 4.4.1 Analyse descriptive

Tout d'abord une analyse descriptive est appliquée afin d'avoir une idée sur l'évaluation de chacun des critères par les SCR africaines. Cette analyse est suivie par une analyse factorielle afin d'explorer s'il y a un modèle général derrière les décisions prises par les SCR africaines.

Afin de procéder à ces analyses nous avons utilisé SPSS. Pour l'analyse factorielle c'est la méthode de l'analyse par composante principale avec rotation que nous l'avons appliqué.

		Responses		Percent of Cases
		N	Percent	
Catégorie d'organisme d'Investissement	SCR Régionale	6	13.3%	18.2%
	SCR Bancaire	8	17.8%	24.2%
	SCR de Groupe	2	4.4%	6.1%
	SCR indépendante	5	11.1%	15.2%
	FCRP	8	17.8%	24.2%
	Fonds d'amorçage	7	15.6%	21.2%
	Société de Gestion de Fonds d'Investissement domicilies a l'étranger	2	4.4%	6.1%
	OPCR	3	6.7%	9.1%
	OPCVM	1	2.2%	3.0%
	Société de Gestion de Fonds	1	2.2%	3.0%
	Caisse de depot	1	2.2%	3.0%
	Autres Types	1	2.2%	3.0%
Total		45	100.0%	136.4%

a. Dichotomy group tabulated at value 1.

Table 4.2 Catégorie d'organisme d'Investissement

Douze catégories d'organismes d'investissement sont identifiées pour les SCR africaines. Cependant, elles ne font pas partie d'une seule catégorie

respectivement mais, de plusieurs. Ceci pourra être expliqué, en plus de leur degré d'intervention, par l'intérêt qu'elles tirent du dégrèvement fiscal.

#### 4.4.1.1 La personnalité de l'entrepreneur

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Souhaite	7	21.2	21.2	21.2
Important	18	54.5	54.5	75.8
Essentiel	8	24.2	24.2	100.0
Total	33	100.0	100.0	

Table 4.3 Capable de soutenir un effort intense

78.7% des répondants trouvent important ou essentiel le fait que l'entrepreneur est capable de soutenir un effort intense.

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Souhaite	5	15.2	15.2	15.2
Important	25	75.8	75.8	90.9
Essentiel	3	9.1	9.1	100.0
Total	33	100.0	100.0	

Table 4.4 Capable d'évaluer le risque

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Souhaite	4	12.1	12.1	12.1
Important	15	45.5	45.5	57.6
Essentiel	14	42.4	42.4	100.0
Total	33	100.0	100.0	

Table 4.5 Capable de réagir rapidement face au risque

84.9% des répondants trouvent important ou essentiel le fait que l'entrepreneur est capable d'évaluer le risque, cependant 9.1% seulement trouvent que c'est essentiel. Toutefois, 42.4% trouvent essentiel que l'entrepreneur doit être capable de réagir rapidement face au risque. Ce dernier critère est classé par 87.9% des SCR comme important ou essentiel. Ceci pourra être expliqué par le fait que les SCR africaines prennent en considération que le risque change au fil du temps ; que

c'est primordial que l'entrepreneur soit capable de réagir rapidement face au risque même si c'est difficile de le prévoir en avance.

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Souhaite	2	6.1	6.1	6.1
Important	12	36.4	36.4	42.4
Essentiel	19	57.6	57.6	100.0
Total	33	100.0	100.0	

Table 4.6 Présente et maîtrise bien son projet

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Souhaite	9	27.3	27.3	27.3
Important	22	66.7	66.7	93.9
Essentiel	2	6.1	6.1	100.0
Total	33	100.0	100.0	

Table 4.7 Le Fait attention aux détails

94% des répondants trouvent important ou essentiel le fait que l'entrepreneur présente et maîtrise bien son projet. 72.8% des répondants trouvent important ou essentiel le fait que l'entrepreneur fasse attention aux détails, cependant 6.1% seulement trouvent que c'est essentiel. Ceci pourra être expliqué par le fait que les SCR africaines prennent en considération que la perfection n'est pas possible et peu importe l'effort fait il y aura toujours des détails qui pourront s'échapper.

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
N/A	7	21.2	22.6	22.6
Souhaite	8	24.2	25.8	48.4
Important	9	27.3	29.0	77.4
Essentiel	7	21.2	22.6	100.0
Total	31	93.9	100.0	
Missing 99	2	6.1		
Total	33	100.0		

Table 4.8 Possède une personnalité compatible avec la nôtre

48.5% des répondants trouvent important ou essentiel le fait que l'entrepreneur ait une personnalité compatible avec la SCR. Cependant 21.2% des

répondants trouvent que c'est non applicable. Ceci est expliqué par le fait que chaque entrepreneur est unique et ait ses propres caractéristiques.

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Important	7	21.2	21.2	21.2
Essentiel	26	78.8	78.8	100.0
Total	33	100.0	100.0	

Table 4.9 Honnête, enthousiaste et ayant confiance en soi

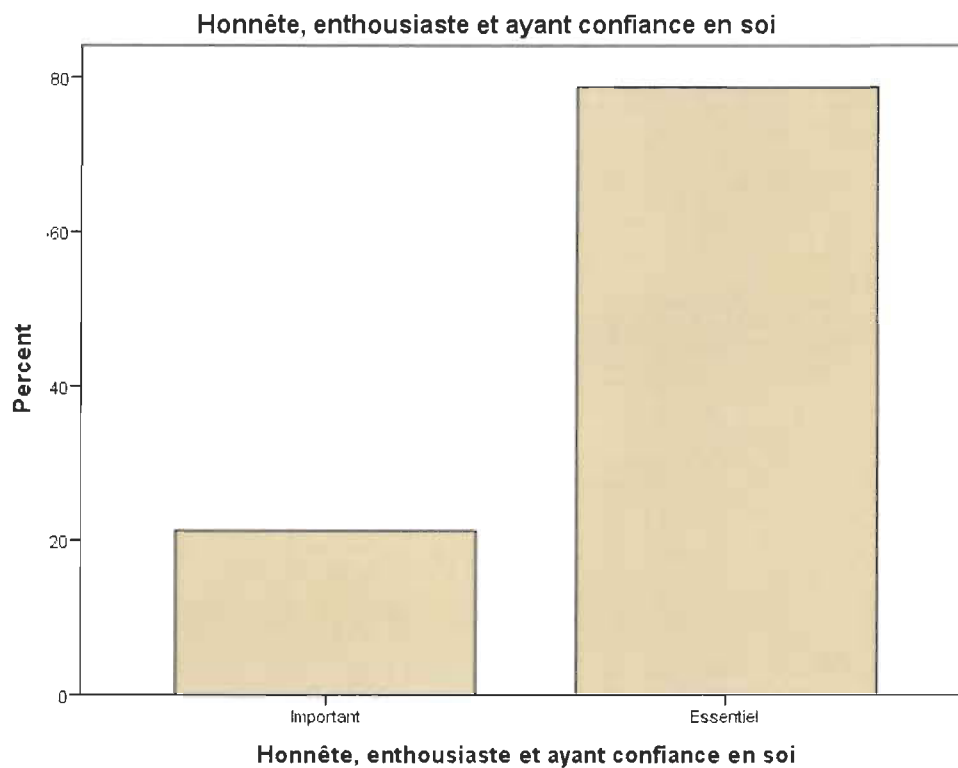


Figure 4.2 Honnête, enthousiaste et ayant confiance en soi

100% des répondants trouvent important ou essentiel que l'entrepreneur soit honnête, enthousiaste et ayant confiance en soi, cette question nous l'avons ajouté, et nous avons eu raison, la preuve que tous les répondants s'y attachent.

#### 4.4.1.2 L'expérience de l'entrepreneur

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Souhaite	7	21.2	21.2	21.2
Important	14	42.4	42.4	63.6
Essentiel	12	36.4	36.4	100.0
Total	33	100.0	100.0	

Table 4.10 Familier avec le marché ciblé

78.8% des répondants trouvent important ou essentiel le fait que l'entrepreneur soit familier avec le marché cible. Ceci est expliqué par le fait qu'un entrepreneur familier avec le marché cible aura plus de chance de réussir dans l'avenir. C'est le même pourcentage trouvé par rapport à la question «possède une expérience pertinente par rapport au projet». (Voir plus bas)

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Souhaite	15	45.5	45.5	45.5
Important	12	36.4	36.4	81.8
Essentiel	6	18.2	18.2	100.0
Total	33	100.0	100.0	

Table 4.11 A montré une habilité de leadership dans le passé

54.6% des répondants trouvent important ou essentiel le fait que l'entrepreneur ait montré une habilité de leadership dans le passé.

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Souhaite	7	21.2	21.2	21.2
Important	13	39.4	39.4	60.6
Essentiel	13	39.4	39.4	100.0
Total	33	100.0	100.0	

Table 4.12 Possède une expérience pertinente par rapport au projet



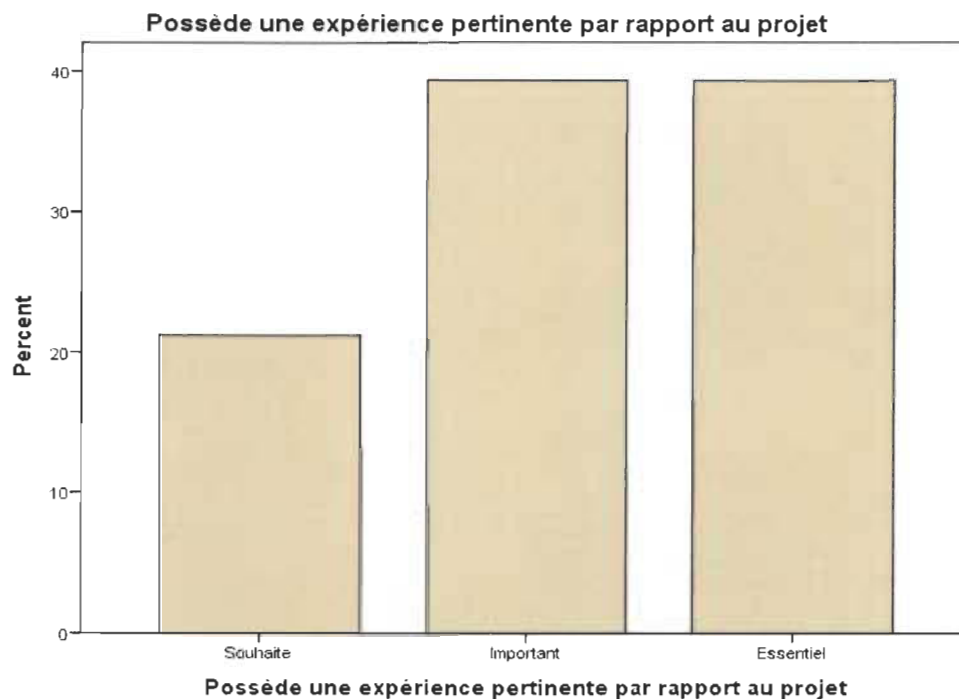


Figure 4.3 Possède une expérience pertinente par rapport au projet

78.8% des répondants trouvent important ou essentiel le fait que l'entrepreneur possède une expérience pertinente par rapport au projet. Ceci est expliqué par le fait que plus un entrepreneur ait une expérience en relation avec son projet, plus il aura de chance de réussir dans l'avenir. C'est le même pourcentage trouvé par rapport à la question ci-haut « soit familier avec le marché cible ».

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
N/A	5	15.2	15.2	15.2
Souhaite	25	75.8	75.8	90.9
Important	2	6.1	6.1	97.0
Essentiel	1	3.0	3.0	100.0
Total	33	100.0	100.0	

Table 4.13 Détient un diplôme en rapport avec le projet

Cette question nous l'avons ajouté pour vérifier si ce critère est pris en compte par les SCR africaines, toutefois, 90.9% ne le voient ni important ni essentiel.

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
N/A	9	27.3	28.1	28.1
Souhaite	12	36.4	37.5	65.6
Important	9	27.3	28.1	93.8
Essentiel	2	6.1	6.3	100.0
Total	32	97.0	100.0	
Missing 99	1	3.0		
Total	33	100.0		

Table 4.14 L'entrepreneur est référé par une source fiable

33.4% des répondants seulement trouvent important ou essentiel le fait que l'entrepreneur soit référé par une source fiable. 30.3% n'ont pas répondu à la question ou ils ont marqué que ce n'est pas applicable. Parmi les sources de références citées ils ont nommé : collègue, banquier et démarche proactive de l'équipe de la SCR.

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
N/A	6	18.2	18.8	18.8
Souhaite	11	33.3	34.4	53.1
Important	13	39.4	40.6	93.8
Essentiel	2	6.1	6.3	100.0
Total	32	97.0	100.0	
Missing 99	1	3.0		
Total	33	100.0		

Table 4.15 Nous sommes familiarisés avec l'entrepreneur et sa réputation

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
N/A	15	45.5	46.9	46.9
Souhaite	13	39.4	40.6	87.5
Important	3	9.1	9.4	96.9
Essentiel	1	3.0	3.1	100.0
Total	32	97.0	100.0	
Missing 99	1	3.0		
Total	33	100.0		

Table 4.16 L'entrepreneur appartient à une famille dans les affaires

Même si 45.5% des répondants trouvent important ou essentiel le fait d'être familiarisé avec l'entrepreneur et sa réputation, 6.1% seulement trouvent que c'est essentiel. En plus 12.1% des répondants trouvent important (9.1%) ou essentiel (3% seulement) le fait que l'entrepreneur appartienne à une famille dans les affaires. Cette question nous l'avons ajoutée pour mettre en évidence l'école de trait de McClelland (1961 ; 1965) qui prétend essentiellement que l'on naît entrepreneur. Ce faible intérêt par les SCR à ce critère soutient l'école d'apprentissage social de Gibb et Ritchie (1981) qui maintient que l'individu construit son profil entrepreneurial à partir de l'éducation qu'il reçoit et l'expérience qu'il acquiert tout au long de sa vie.

#### 4.4.1.3 Le cas d'une équipe d'entrepreneurs

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
N/A	5	15.2	15.2	15.2
Souhaite	13	39.4	39.4	54.5
Important	13	39.4	39.4	93.9
Essentiel	2	6.1	6.1	100.0
Total	33	100.0	100.0	

Table 4.17 Toute l'équipe a montré un potentiel de leadership

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
N/A	1	3.0	3.0	3.0
Souhaite	18	54.5	54.5	57.6
Important	6	18.2	18.2	75.8
Essentiel	8	24.2	24.2	100.0
Total	33	100.0	100.0	

Table 4.18 Toute l'équipe a montré une expertise dans le secteur

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
N/A	3	9.1	9.1	9.1
Souhaite	17	51.5	51.5	60.6
Important	12	36.4	36.4	97.0
Essentiel	1	3.0	3.0	100.0
Total	33	100.0	100.0	

Table 4.19 Toute l'équipe a travaillé longtemps ensemble

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
une personne ayant une expérience	10	30.3	31.3	31.3
Plus d'une personne ayant chacune une expérience	6	18.2	18.8	50.0
Plus d'une personne en étant une équipe équilibrée	13	39.4	40.6	90.6
Aucun élément présenté ci-dessus n'est essentiel	3	9.1	9.4	100.0
Total	32	97.0	100.0	
Missing 99	1	3.0		
Total	33	100.0		

Table 4.20 Évaluer l'équipe qui a présenté le projet

Les critères ci-dessus concernent le cas d'une équipe d'entrepreneurs. Les deux premiers critères sont basés sur les travaux de Muzyka et al (1996), le troisième critère est pris de l'étude de Franke et al (2006) et le dernier est basé sur le travail de McMillan et al (1985). Pour ce dernier critère nous avons demandé aux répondants de choisir un seul item parmi quatre choix à savoir si « le projet est initié par une personne ayant une expérience pertinente relative au projet ; le projet est initié par plus d'une personne ayant chacune une expérience pertinente relative au projet; le projet est initié par plus d'une personne, dans l'ensemble ils présentent une équipe équilibrée ou si aucun élément présenté n'est essentiel ». 45.5% des répondants trouvent important ou essentiel le fait que toute l'équipe ait montré un potentiel de leadership, 42.4% des répondants trouvent important ou essentiel le fait que toute l'équipe ait montré une expertise dans le secteur et 39.4% des répondants trouvent important ou essentiel le fait que toute l'équipe ait travaillé longtemps ensemble. En outre, 39.4% des répondants ont choisi que le projet est initié par plus d'une personne, dans l'ensemble ils présentent une équipe équilibrée. Ceci étant la preuve qu'une équipe équilibrée travaillant ensemble et ayant une expérience dans le domaine du projet aura des grandes chances de réussite.

4.4.1.4 *Caractéristiques des produits et services*

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
N/A	1	3.0	3.2	3.2
Souhaite	16	48.5	51.6	54.8
Important	12	36.4	38.7	93.5
Essentiel	2	6.1	6.5	100.0
Total	31	93.9	100.0	
Missing 99	2	6.1		
Total	33	100.0		

Table 4.21 Le produit est protégé par une licence

42.5% des répondants trouvent important ou essentiel le fait que le produit soit protégé par une licence. Ce pourcentage élevé nous paraît surprenant car la protection d'un produit par une licence est peu réglementée en Afrique et c'est difficile à maintenir dans telle situation. Cependant, ce résultat est considéré comme un appel par les capital-risqueurs à légiférer sur la matière dans les pays africains.

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
N/A	2	6.1	6.3	6.3
Souhaite	12	36.4	37.5	43.8
Important	17	51.5	53.1	96.9
Essentiel	1	3.0	3.1	100.0
Total	32	97.0	100.0	
Missing 99	1	3.0		
Total	33	100.0		

Table 4.22 Le produit / service est difficile à imiter

54.5% des répondants trouvent important ou essentiel que le produit ou service soit difficile à imiter. Cette question nous l'avons ajoutée vu que dans les pays africains il est courant que des entreprises copient et imitent tout nouveau produit ou service qui vient de connaître une réussite.

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Souhaite	2	6.1	6.3	6.3
Important	14	42.4	43.8	50.0
Essentiel	16	48.5	50.0	100.0
Total	32	97.0	100.0	
Missing 99	1	3.0		
Total	33	100.0		

Table 4.23 Le produit / service est accepté sur le marché

90.9% des répondants trouvent important ou essentiel que le produit ou service soit accepté sur le marché, même si 45.5% trouvent important ou essentiel qu'un prototype du produit soit déjà développé. Ceci est expliqué par le fait que l'acceptation d'un produit ou service sur le marché est parmi les critères les plus importants de réussite d'une entreprise.

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
N/A	5	15.2	15.6	15.6
Souhaite	12	36.4	37.5	53.1
Important	12	36.4	37.5	90.6
Essentiel	3	9.1	9.4	100.0
Total	32	97.0	100.0	
Missing 99	1	3.0		
Total	33	100.0		

Table 4.24 Un prototype du produit est déjà développé

45.5% des répondants trouvent important ou essentiel qu'un prototype du produit soit développé.

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
N/A	14	42.4	43.8	43.8
Souhaite	13	39.4	40.6	84.4
Important	5	15.2	15.6	100.0
Total	32	97.0	100.0	
Missing 99	1	3.0		
Total	33	100.0		

Table 4.25 Le produit est « High tech »

15.2% des répondants trouvent important que le produit soit *high tech* et aucun ne l'a classé comme essentiel. Ceci pourra être expliqué par le fait que peu de firmes africaines soient *high tech* et que les SCR sont actives dans plusieurs domaines autres que la haute technologie. Ceci confirme l'étude de Knight (1994) où la technologie d'information est classée en bas de l'échelle des critères utilisés.

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Souhaite	16	48.5	48.5	48.5
Important	16	48.5	48.5	97.0
Essentiel	1	3.0	3.0	100.0
Total	33	100.0	100.0	

Table 4.26 Le produit présente un potentiel à l'exportation

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
N/A	8	24.2	24.2	24.2
Souhaite	14	42.4	42.4	66.7
Important	9	27.3	27.3	93.9
Essentiel	2	6.1	6.1	100.0
Total	33	100.0	100.0	

Table 4.27 Le produit / service est un nouveau concept

Les deux critères ci-dessus nous l'avons ajouté. 51.5% des répondants trouvent important ou essentiel que le produit présente un potentiel à l'exportation alors que 33.4% trouvent important ou essentiel que le produit / service soit un nouveau concept. Rappelons que, selon Fillon (1991) « *un entrepreneur est une personne qui imagine, développe et réalise des visions* » et d'après Sommer (2010) « *être diplômé en administration des affaires, avoir acquis une expérience à l'international, avoir une conscience de la pression de la compétition à l'international sont des motivations pour s'internationaliser* ». Par conséquent, selon Sommer (2010) plusieurs facteurs rentrent dans la motivation d'internationalisation d'un entrepreneur et c'est la raison qui explique que 90.9% des répondants ne voient ni important ni essentiel qu'un entrepreneur détienne un diplôme en rapport avec le projet (voir tableau 5.13).

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Souhaite	6	18.2	18.2	18.2
Important	13	39.4	39.4	57.6
Essentiel	14	42.4	42.4	100.0
Total	33	100.0	100.0	

Table 4.28 La matière première pour le produit est disponible

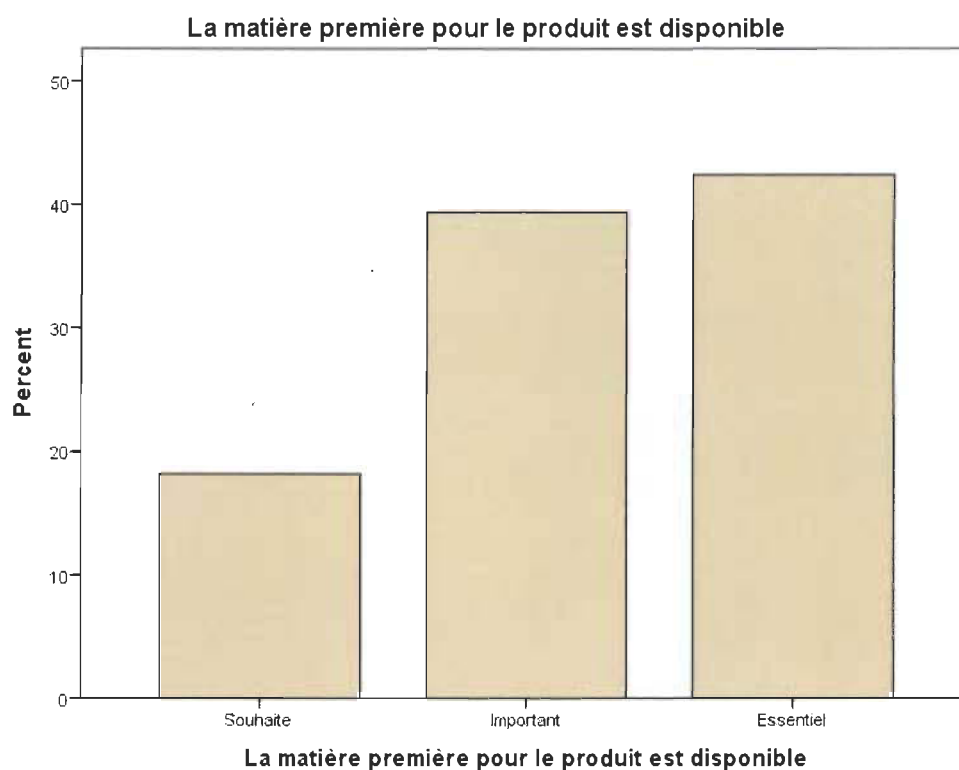


Figure 4.4 La matière première pour le produit est disponible

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Souhaite	6	18.2	18.2	18.2
Important	22	66.7	66.7	84.8
Essentiel	5	15.2	15.2	100.0
Total	33	100.0	100.0	

Table 4.29 Le produit présente une marge de profit élevé



	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Souhaite	3	9.1	9.1	9.1
Important	15	45.5	45.5	54.5
Essentiel	15	45.5	45.5	100.0
Total	33	100.0	100.0	

Table 4.30 Le produit / service présente un avantage compétitif

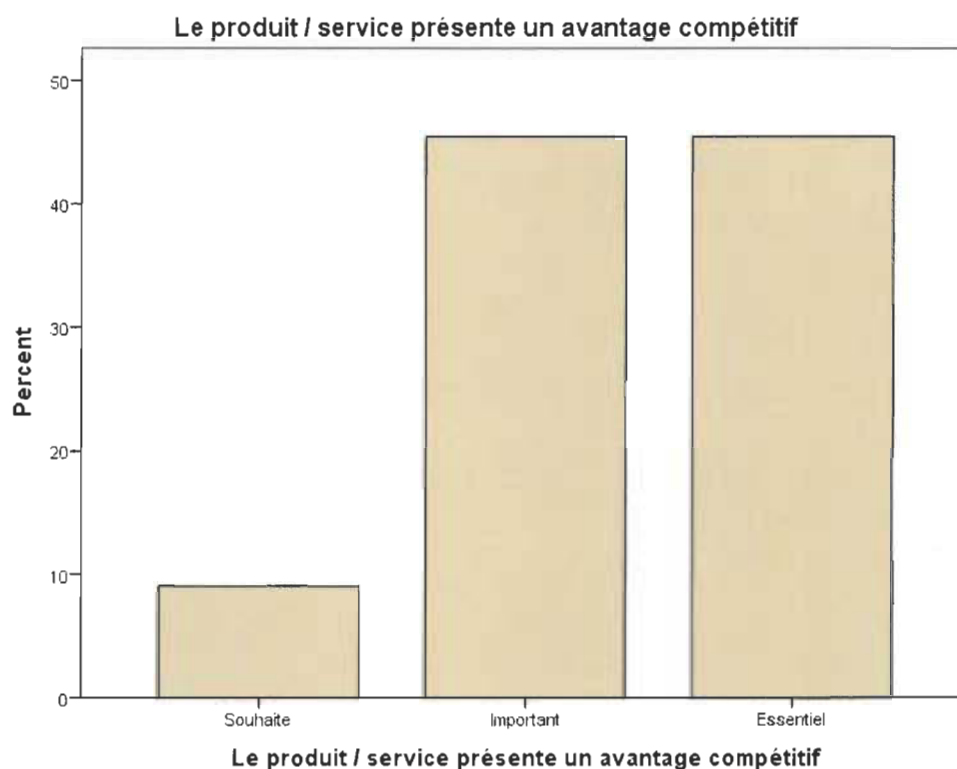


Figure 4.5 Le produit / service présente un avantage compétitif

81.8% des répondants trouvent important ou essentiel que la matière première pour le produit soit disponible. 81.9% des répondants trouvent important ou essentiel que le produit présente une marge de profit élevé et 91% des répondants trouvent important ou essentiel que le produit / service présente un avantage compétitif. Les deux premiers critères sont basés sur l'étude de Hatton et al (1996) et le dernier critère nous l'avons ajouté. Le fait que la matière première soit disponible, le produit soit profitable et ayant un avantage compétitif compose un des piliers fondamentaux de la commercialisation d'un produit et c'est la raison que les SCR africaines s'y attachent.

#### 4.4.1.5 Caractéristiques du marché

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Souhaite	2	6.1	6.1	6.1
Important	20	60.6	60.6	66.7
Essentiel	11	33.3	33.3	100.0
Total	33	100.0	100.0	

Table 4.31 Le marché cible présente une croissance significative

93.9% des répondants trouvent important ou essentiel que le marché cible présente une croissance significative, ceci rentre sous l'un des objectifs essentiels des SCR qui visent principalement les marchés en forte croissance.

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Souhaite	11	33.3	33.3	33.3
Important	20	60.6	60.6	93.9
Essentiel	2	6.1	6.1	100.0
Total	33	100.0	100.0	

Table 4.32 L'entreprise vise un marché existant

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
N/A	6	18.2	18.8	18.8
Souhaite	13	39.4	40.6	59.4
Important	13	39.4	40.6	100.0
Total	32	97.0	100.0	
Missing 99	1	3.0		
Total	33	100.0		

Table 4.33 L'entreprise vise un nouveau marché

78.8% des répondants trouvent important ou essentiel que l'entreprise vise un nouveau marché, ce pourcentage est de 66.7% (6.1% seulement trouvent essentiel)

vis-à-vis d'un marché existant. Ce résultat nous paraît pertinent car les SCR préfèrent financer des firmes qui ciblent des nouveaux marchés.

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
N/A	5	15.2	15.2	15.2
Souhaite	12	36.4	36.4	51.5
Important	14	42.4	42.4	93.9
Essentiel	2	6.1	6.1	100.0
Total	33	100.0	100.0	

Table 4.34 Nous sommes familiarisés avec le secteur d'activité de l'entreprise

48.5% des répondants trouvent important ou essentiel qu'ils soient familiarisés avec le secteur d'activité de l'entreprise à financer. En effet, il est impossible de connaître et maîtriser tous les domaines d'activités et de sauter sur toutes les opportunités d'investissement. Il est recommandé pour une SCR de se concentrer sur les domaines d'activité qu'elle maîtrise le mieux pour maximiser leurs chances de succès.

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
N/A	9	27.3	27.3	27.3
Souhaite	9	27.3	27.3	54.5
Important	9	27.3	27.3	81.8
Essentiel	6	18.2	18.2	100.0
Total	33	100.0	100.0	

Table 4.35 Le projet devrait être réalisé dans notre zone géographique

45.5% des répondants trouvent important ou essentiel que le projet soit réalisé dans leur zone géographique. Cette question nous l'avons ajoutée car nous l'avons trouvée pertinente. Ceci soutient l'étude de McNaughton (1991) qui a déterminé que les SCR préfèrent investir dans des compagnies appartenant à leur secteur géographique. Les raisons derrière cette préférence s'expliquent simplement par le désir de gérer, suivre et contrôler l'investissement. Lorsque les investisseurs et les entrepreneurs sont géographiquement proches, ceci permet d'économiser du temps, de mieux contrôler la gestion des fonds, d'être en contact direct avec l'équipe de management et d'étudier avec elle les stratégies et les décisions à prendre.

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
N/A	9	27.3	27.3	27.3
Souhaite	19	57.6	57.6	84.8
Important	5	15.2	15.2	100.0
Total	33	100.0	100.0	

Table 4.36 Aucune ou peu de compétition durant les 3 premières années

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
N/A	11	33.3	34.4	34.4
Souhaite	14	42.4	43.8	78.1
Important	5	15.2	15.6	93.8
Essentiel	2	6.1	6.3	100.0
Total	32	97.0	100.0	
Missing 99	1	3.0		
Total	33	100.0		

Table 4.37 Anticipation d'une compétition au cours 2 premières années

15.2% des répondants trouvent important l'absence ou la présence limitée de la compétition durant les trois premières années et qu'une anticipation d'une compétition au cours de deux premières années. Pour ce dernier critère 6.1% trouvent que c'est essentiel. Ce résultat pourra être attribué au fait qu'il sera difficile d'anticiper les changements auxquels une jeune firme âgée de deux ou de

trois ans sera exposée, principalement si la firme connaît un succès très important plusieurs imitateurs verront le jour.

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
N/A	29	87.9	87.9	87.9
Souhaite	2	6.1	6.1	93.9
Important	2	6.1	6.1	100.0
Total	33	100.0	100.0	

Table 4.38 Le marché est saisonnier

Cette question nous l'avons ajoutée, cependant ça paraît qu'elle n'a pas d'intérêt pour les SCR africaines. Pour 87.9% des répondants ce critère est non applicable.

#### 4.4.1.6 Considérations financières

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
N/A	12	36.4	37.5	37.5
Souhaite	16	48.5	50.0	87.5
Important	1	3.0	3.1	90.6
Essentiel	3	9.1	9.4	100.0
Total	32	97.0	100.0	
Missing 99	1	3.0		
Total	33	100.0		

Table 4.39 Retour sur investissement minimum de dix fois au cours des cinq ans

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
N/A	11	33.3	34.4	34.4
Souhaite	13	39.4	40.6	75.0
Important	7	21.2	21.9	96.9
Essentiel	1	3.0	3.1	100.0
Total	32	97.0	100.0	
Missing 99	1	3.0		
Total	33	100.0		

Table 4.40 Retour sur investissement minimum de dix fois au cours des dix ans

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
N/A	1	3.0	3.0	3.0
Souhaite	10	30.3	30.3	33.3
Important	8	24.2	24.2	57.6
Essentiel	14	42.4	42.4	100.0
Total	33	100.0	100.0	

Table 4.41 Investissement facilement liquide

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
N/A	3	9.1	9.1	9.1
Souhaite	15	45.5	45.5	54.5
Important	10	30.3	30.3	84.8
Essentiel	5	15.2	15.2	100.0
Total	33	100.0	100.0	

Table 4.42 Sortie au cours des cinq ans

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
N/A	4	12.1	12.5	12.5
Souhaite	3	9.1	9.4	21.9
Important	4	12.1	12.5	34.4
Essentiel	21	63.6	65.6	100.0
Total	32	97.0	100.0	
Missing 99	1	3.0		
Total	33	100.0		

Table 4.43 Sortie au cours des 10 ans

12.1% des répondants attendent un retour sur investissement minimum de dix fois au cours de cinq ans et 45.5% d'entre eux prévoient une sortie au cours des cinq ans. Ce pourcentage s'élève à 24.2% et 75.7% pour un retour sur investissement minimum de dix fois au cours des dix ans et une sortie au cours de dix ans respectivement. En résumant, les SCR africaines attendent une période de dix ans pour avoir un retour sur investissement de dix fois minimum et pour exiger une sortie. Notons que 66.6% des répondants trouvent important ou essentiel que

l'investissement soit facilement liquide c'est à dire que l'entreprise soit introduite en bourse ou vendue.

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
N/A	19	57.6	59.4	59.4
Souhaite	10	30.3	31.3	90.6
Important	3	9.1	9.4	100.0
Total	32	97.0	100.0	
Missing 99	1	3.0		
Total	33	100.0		

Table 4.44 Nous n'attendons pas à faire des investissements conséquents

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
N/A	23	69.7	69.7	69.7
Souhaite	7	21.2	21.2	90.9
Valid Important	2	6.1	6.1	97.0
Essentiel	1	3.0	3.0	100.0
Total	33	100.0	100.0	

Table 4.45 Nous n'allons pas participer à un nouvel investissement

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
N/A	1	3.0	3.0	3.0
Souhaite	1	3.0	3.0	6.1
Important	16	48.5	48.5	54.5
Essentiel	15	45.5	45.5	100.0
Total	33	100.0	100.0	

Table 4.46 Le budget prévisionnel au business plan est pris en considération

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
N/A	22	66.7	66.7	66.7
Souhaite	7	21.2	21.2	87.9
Important	4	12.1	12.1	100.0
Total	33	100.0	100.0	

Table 4.47 Nous exigeons des garanties

9.1% des répondants seulement n'attendent pas à faire des investissements conséquents et ne participeront pas à un nouvel investissement. 97% d'entre eux prennent en compte le budget prévisionnel présenté au business plan. Ce résultat, tel que nous l'avons vu au deuxième chapitre, nous paraît logique et structuré vu que le budget alloué au financement d'une firme change en fonction de son stade de croissance. Toutefois, un grand point d'interrogation se pose en ce qui concerne les 12.1% des répondants qui disent qu'il est important d'exiger des garanties, 21.2% trouvent que c'est souhaitable. Ce dernier critère nous l'avons ajouté suite à des réclamations faites par divers entrepreneurs lors de notre recensement de la littérature, ce résultat confirme leur inquiétude. Ce pourcentage montre que les SCR africaines sont restées jusqu'ici collées à l'esprit et la culture des banques et adoptent des pratiques proches de la finance traditionnelle, caractérisées par une politique orientée vers une minimisation du risque

*4.4.1.7 Menaces face à la compétition*

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
N/A	8	24.2	25.0	25.0
Souhaite	8	24.2	25.0	50.0
Important	13	39.4	40.6	90.6
Essentiel	3	9.1	9.4	100.0
Total	32	97.0	100.0	
Missing 99	1	3.0		
Total	33	100.0		

Table 4.48 Absence ou peu de régulations

48.5% des répondants trouvent important ou essentiel qu'il n'existe pas ou qu'il subsiste peu de régulation dans le secteur d'activité de la firme. Ce critère menaçant à la croissance d'une firme est considéré comme la sixième force de Porter nommée «Pouvoir public».



	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
N/A	1	3.0	3.0	3.0
Souhaite	6	18.2	18.2	21.2
Important	16	48.5	48.5	69.7
Essentiel	10	30.3	30.3	100.0
Total	33	100.0	100.0	

Table 4.49 Capacité de passer les barrières à l'entrée

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
N/A	3	9.1	9.1	9.1
Souhaite	14	42.4	42.4	51.5
Important	12	36.4	36.4	87.9
Essentiel	4	12.1	12.1	100.0
Total	33	100.0	100.0	

Table 4.50 Capacité de créer des barrières post-entrées

78.8% des répondants trouvent important ou essentiel que la firme ait la capacité de passer les barrières de l'entrée et 48.5% d'entre eux trouvent important ou essentiel que la firme ait la capacité de créer de barrières post-entrée. Ceci est expliqué par le fait qu'il est plus difficile pour une firme naissante de passer les barrières d'entrées que d'en créer.

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
N/A	2	6.1	6.1	6.1
Souhaite	4	12.1	12.1	18.2
Important	16	48.5	48.5	66.7
Essentiel	11	33.3	33.3	100.0
Total	33	100.0	100.0	

Table 4.51 Capacité de se protéger de l'obsolescence technologique

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
N/A	1	3.0	3.0	3.0
Souhaite	6	18.2	18.2	21.2
Important	19	57.6	57.6	78.8
Essentiel	7	21.2	21.2	100.0
Total	33	100.0	100.0	

Table 4.52 Résistance aux cycles économiques

81.8% des répondants trouvent important ou essentiel que la firme ait la capacité de se protéger de l'obsolescence technologique et 78.8% trouvent important ou essentiel de résister aux cycles économiques. L'adaptation avec l'économie et le marché est un facteur important pour la survie de toute entreprise même de grande taille. La firme qui s'adapte à la technologie et suit toujours les nouveautés sur le marché aura elle aussi une grande chance de survie dans un environnement de plus en plus concurrentiel.

#### 4.4.1.8 Mieux connaître les SCR africaines

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Oui	33	100.0	100.0	100.0

Table 4.53 Exigez un conseil d'administration

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Oui	33	100.0	100.0	100.0

Table 4.54 Avoir un siège au sein du conseil d'administration

Toutes les SCR africaines exigent un conseil d'administration ainsi qu'un siège au sein de ce conseil. Ceci est expliqué par le fait que les SCR veulent participer à la prise de décision par le conseil d'administration des firmes financées ; influencer leurs décisions ; renforcer la transparence des informations et des données procurées par celles-ci ; être en contact direct avec l'équipe de management et étudier avec celle-ci les stratégies et les décisions à prendre.

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Moins de 5 minutes	1	3.0	3.1	3.1
5 à 15 minutes	5	15.2	15.6	18.8
15 à 30 minutes	8	24.2	25.0	43.8
Plus de 30 minutes	18	54.5	56.3	100.0
Total	32	97.0	100.0	
Missing 99	1	3.0		
Total	33	100.0		

Table 4.55 Le temps alloué à une première lecture d'un business plan

3.1% des SCR africaines prennent moins de cinq minutes pour étudier un business plan, 15.2% prennent de cinq à quinze minutes, ce dernier s'accorde avec l'étude de Sandberg (1986), qui a trouvé que les investisseurs en capital-risque consacrent huit à douze minutes par business plan, 24.2% y consacrent entre quinze et trente minutes et 54.5% prennent plus de trente minutes.

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
1	1	3.0	3.8	3.8
3	7	21.2	26.9	30.8
4	3	9.1	11.5	42.3
5	6	18.2	23.1	65.4
6 a 10	7	21.2	26.9	92.3
11 a 20	1	3.0	3.8	96.2
Plus que 20	1	3.0	3.8	100.0
Total	26	78.8	100.0	
Missing 99	7	21.2		
Total	33	100.0		

Table 4.56 Le nombre d'entreprises suivi par chaque analyste

Le nombre d'entreprises suivi par chaque analyste est de 3, 4, 5 ou de 6 à 10 pour 21.2%, 9.1%, 18.2% et 21.2% des SCR respectivement, il est d'un ou 11 et plus pour 9% d'entre eux. Cependant, 21.2% d'entre eux n'ont pas répondu à cette question. Ce dernier chiffre peut s'expliquer par le fait que c'est une équipe d'investisseurs généralistes (non spécialisés) qui s'occupe des dossiers des entreprises financées.

#### 4.4.1.9 Le rôle joué par les SCR après l'investissement

Nous avons identifié sept secteurs d'interventions afin d'évaluer le rôle joué par les SCR après avoir investi dans les entreprises. En effet, 81.8% des SCR disent avoir amélioré les compétences des firmes financées ; 84.8% ont amélioré leurs performances ou leurs positions concurrentielles ; 81.8% ont aidé à améliorer leurs images ou leurs visibilitées ; 87.9% les ont aidé à atteindre les objectifs établis dans le business plan ; 69.7% ont soutenu les firmes à favoriser le développement de certaines innovations (produits, services, processus, etc.) alors que pour 18.2% d'entre elles ce point n'est pas applicable ; 63.6% ont aidé les firmes à bénéficier des conditions avantageuses en termes de montant et de taux d'intérêt auprès d'autres partenaires financiers ; pour 18.2% d'entre elles ce point n'est pas applicable ; 78.8% les ont aidé à lever des fonds auprès d'autres sources de financement. Les pourcentages modérés en ce qui concerne le soutien vis-à-vis du développement de certaines innovations et celui à l'aide de bénéficier des conditions avantageuses en termes de montant et de taux d'intérêt d'autres partenaires financiers peut être expliqué par la spécialisation des SCR ainsi par des clauses de non concurrence par rapport aux autres concurrents financiers. Les résultats sont présentés dans les tableaux 4.57 au 4.63 suivants :

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
N/A	4	12.1	12.9	12.9
Oui	27	81.8	87.1	100.0
Total	31	93.9	100.0	
Missing 99	2	6.1		
Total	33	100.0		

Table 4.57 Améliorer ces compétences

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
N/A	3	9.1	9.7	9.7
Oui	28	84.8	90.3	100.0
Total	31	93.9	100.0	
Missing 99	2	6.1		
Total	33	100.0		

Table 4.58 Améliorer sa performance

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
	N/A	2	6.1	6.7	6.7
	Oui	27	81.8	90.0	96.7
	Non	1	3.0	3.3	100.0
	Total	30	90.9	100.0	
Missing	99	3	9.1		
Total		33	100.0		

Table 4.59 Améliorer son image ou sa visibilité

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
	N/A	2	6.1	6.3	6.3
	Oui	29	87.9	90.6	96.9
	Non	1	3.0	3.1	100.0
	Total	32	97.0	100.0	
Missing	99	1	3.0		
Total		33	100.0		

Table 4.60 Atteindre les objectifs établis dans le business plan

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
	N/A	6	18.2	19.4	19.4
	Oui	23	69.7	74.2	93.5
	Non	2	6.1	6.5	100.0
	Total	31	93.9	100.0	
Missing	99	2	6.1		
Total		33	100.0		

Table 4.61 Favoriser le développement de certaines innovations

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
	N/A	6	18.2	19.4	19.4
	Oui	21	63.6	67.7	87.1
	Non	4	12.1	12.9	100.0
	Total	31	93.9	100.0	
Missing	99	2	6.1		
Total		33	100.0		

Table 4.62 Conditions avantageuses auprès d'autres partenaires financiers

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
N/A	2	6.1	6.5	6.5
Oui	26	78.8	83.9	90.3
Non	3	9.1	9.7	100.0
Total	31	93.9	100.0	
Missing 99	2	6.1		
Total	33	100.0		

Table 4.63 Lever des fonds auprès d'autres sources de financement

#### 4.4.1.10 Importance de la contribution des SCR auprès des firmes financées

Afin d'évaluer l'importance de la contribution des SCR, nous leurs avons proposé d'évaluer sur une échelle de trois niveaux de faible à élevé, dix contributions. Pour ce qui concerne les contributions élevées nous reportons les résultats suivants : 69.7% disent avoir apporter leur réputation et leur crédibilité à l'entreprise ; 39.4% leurs ont facilité l'accès à des investisseurs étrangers ; 63.6% leurs ont facilité la recherche de partenaires industriels et financiers et leurs ont fourni des renseignements d'affaires ; 42.4% les ont aidé à recruter des personnes influentes et qualifiées pour siéger au conseil d'administration ; 42.4% les ont aidé à recruter du personnel pour occuper des postes clés dans l'entreprise ; 72.7% les ont servi de mentor ou de conseiller pour leur gestion ; 78.8% les ont aidé à définir la planification stratégique ; 24.2% les ont assisté à améliorer les connaissances de leur secteur d'activité ; 72.7% les ont assisté à analyser et commenter leur performance opérationnelle et financière. 6.1% ont mentionné d'autres contributions à savoir l'amélioration de la gouvernance et la transparence, cependant ce sont uniquement les SCR algériennes qui les ont spécifié. Les résultats sont présentés dans les tableaux 4.64 au 4.73 suivants :

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Faible contribution	2	6.1	6.3	6.3
Moyenne contribution	7	21.2	21.9	28.1
Contribution Élevée	23	69.7	71.9	100.0
Total	32	97.0	100.0	
Missing 99	1	3.0		
Total	33	100.0		

Table 4.64 Apporter votre réputation et votre crédibilité

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
N/A	1	3.0	3.2	3.2
Faible contribution	6	18.2	19.4	22.6
Moyenne contribution	11	33.3	35.5	58.1
Contribution Élevée	13	39.4	41.9	100.0
Total	31	93.9	100.0	
Missing 99	2	6.1		
Total	33	100.0		

Table 4.65 Faciliter à l'entreprise l'accès à des investisseurs étrangers

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Faible contribution	3	9.1	9.7	9.7
Moyenne contribution	7	21.2	22.6	32.3
Contribution Élevée	21	63.6	67.7	100.0
Total	31	93.9	100.0	
Missing 99	2	6.1		
Total	33	100.0		

Table 4.66 Faciliter la recherche de partenaires industriels et financiers

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
N/A	1	3.0	3.1	3.1
Faible contribution	5	15.2	15.6	18.8
Moyenne contribution	12	36.4	37.5	56.3
Contribution Élevée	14	42.4	43.8	100.0
Total	32	97.0	100.0	
Missing 99	1	3.0		
Total	33	100.0		

Table 4.67 Recruter des personnes influentes et qualifiées au conseil d'administration

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
N/A	3	9.1	9.4	9.4
Faible contribution	4	12.1	12.5	21.9
Moyenne contribution	11	33.3	34.4	56.3
Contribution Élevée	14	42.4	43.8	100.0
Total	32	97.0	100.0	
Missing 99	1	3.0		
Total	33	100.0		

Table 4.68 Le Recruter du personnel pour occuper des postes clés

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
N/A	1	3.0	3.1	3.1
Faible contribution	1	3.0	3.1	6.3
Moyenne contribution	6	18.2	18.8	25.0
Contribution Élevée	24	72.7	75.0	100.0
Total	32	97.0	100.0	
Missing 99	1	3.0		
Total	33	100.0		

Table 4.69 Servir de mentor ou de conseiller pour la gestion de la firme

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Faible contribution	1	3.0	3.1	3.1
Moyenne contribution	5	15.2	15.6	18.8
Contribution Élevée	26	78.8	81.3	100.0
Total	32	97.0	100.0	
Missing 99	1	3.0		
Total	33	100.0		

Table 4.70 Aider à définir la planification stratégique



	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
N/A	1	3.0	3.3	3.3
Faible contribution	1	3.0	3.3	6.7
Moyenne contribution	20	60.6	66.7	73.3
Contribution Élevée	8	24.2	26.7	100.0
Total	30	90.9	100.0	
Missing 99	3	9.1		
Total	33	100.0		

Table 4.71 Améliorer les connaissances du secteur d'activité de l'entreprise

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Moyenne contribution	7	21.2	22.6	22.6
Contribution Élevée	24	72.7	77.4	100.0
Total	31	93.9	100.0	
Missing 99	2	6.1		
Total	33	100.0		

Table 4.72 Le Analyser et commenter la performance opérationnelle et financière de l'entreprise

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
N/A	3	9.1	60.0	60.0
Contribution Élevée	2	6.1	40.0	100.0
Total	5	15.2	100.0	
Missing 99	28	84.8		
Total	33	100.0		

Table 4.73 Autres contributions

#### 4.4.1.11 Responses Multiples

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Plus de 500 000\$	32	97.0	100.0	100.0
Missing 99	1	3.0		
Total	33	100.0		

Table 4.74 Le montant d'investissement moyen par entreprise

Toutes les SCR africaines investissent en moyenne plus de 500 000\$ par entreprise, elles évitent ainsi de s'éparpiller sur un grand nombre des très petites entreprises.

		Responses		Percent of Cases
		N	Percent	
Pourcentage de participation en Capital <sup>a</sup>	Moins de 20%	4	8.3%	12.9%
	20 – 40%	24	50.0%	77.4%
	40 – 60%	12	25.0%	38.7%
	60 – 80%	6	12.5%	19.4%
	Plus de 80%	2	4.2%	6.5%
Total		48	100.0%	154.8%

a. Dichotomy group tabulated at value 1.

Table 4.75 Pourcentage de participation en Capital des firmes financées

La question « Veuillez indiquer le pourcentage de votre participation en capital au financement des entreprises de votre portefeuille » est basée sur l'étude de Hatton et al (1996). Moins de 20% c'est 8.3% (10%), 20 – 40% avec 50% (42%), 40 – 60% avec 25% (28%) 60 – 80% avec 12.5% (10%), Plus de 80% avec 4.2% (10%) où le pourcentage entre parenthèse est celui de l'étude de Hatton et al (1996). Nous remarquons ainsi une similitude entre l'étude appliquée aux SCR de la Californie et celles de l'Afrique.

		Responses		Percent of Cases
		N	Percent	
Véhicule de Financement <sup>a</sup>	Actions Ordinaires	32	45.1%	100.0%
	Actions privilégiées	4	5.6%	12.5%
	Obligations	13	18.3%	40.6%
	Dettes	5	7.0%	15.6%
	Compte courant associés	10	14.1%	31.2%
	Compte Courant Actionnaire	2	2.8%	6.2%
	Autre forme	5	7.0%	15.6%
Total		71	100.0%	221.9%

Table 4.76 Le Véhicule de Financement

Pour les véhicules de financement pratiqués par les SCR africaines, elles utilisent toutes les actions ordinaires ; 12.5% d'entre elles utilisent les actions privilégiées ; 40.6% utilisent les obligations ; 15.6% utilisent les dettes ; 31.2% utilisent les comptes courants associés et 6.2% utilisent les comptes courants actionnaires. Parmi les autres formes citées nous trouvons : OCA, dettes subordonnées et convertibles, obligations convertibles, parts sociales et prêts aux actionnaires.

		Responses		Percent of Cases
		N	Percent	
Type de PME <sup>a</sup>	PMEs traditionnelles	31	32.6%	96.9%
	PMEs technologiques	25	26.3%	78.1%
	PMEs de Sciences de la vie	20	21.1%	62.5%
	Grandes entreprises	19	20.0%	59.4%
Total		95	100.0%	296.9%

a. Dichotomy group tabulated at value 1.

Table 4.77 Le Type de PME financée

96.9% des SCR financent des PME traditionnelles (services aux consommateurs et aux entreprises, produits de consommation, fabrication, divers secteurs et vente au détail); 78.1% financent des PME technologiques (communications et réseautage, électronique et matériel informatique, internet, autres services TI et logiciels) ; 62.5% financent des PME dans le secteur de Sciences de la vie (produits biopharmaceutiques, soins de santé, instruments et équipements médicaux, logiciels utilisés en médecine et en biotechnologie et services d'information) et 59.4% financent des Grandes entreprises. Ce résultat reflète la diversification des secteurs d'activité des SCR et leur vaste champ d'intervention.

#### 4.4.1.12 Question ouverte

À la fin du questionnaire nous avons ajouté une question ouverte qui est : Est-ce que vous exigez d'autres critères d'investissement non cités dans le questionnaire ci-dessus ? Lesquels? Seize des trente-trois répondants ont répondu à cette question soit 48.48%. Parmi les réponses nous avançons les suivantes :

La rentabilité du projet et la surface financière des promoteurs; La possibilité d'accès au fonds publics aidant à boucler le capital social : FOPRODI (Fonds de Promotion et de Décentralisation Industrielle); Le secteur ne connaît pas de difficultés; Le promoteur détient une participation importante dans le capital; La société ne connaît pas de difficultés financières; Qualité et moralité du Management; La création de valeur (crédibilité du BP); Le prix d'entrée dans le capital; Historique du promoteur auprès de la centrale des risques de la BCT (Banque Centrale de Tunisie); Obtention d'une attestation d'innovation auprès du COPIL (Comité de pilotage, Ministère de l'Industrie); Multiplier les rencontres avec le porteur d'affaires pour avoir une idée précise sur ses compétences managériales, techniques et humaines; L'historique et la situation financière de la société s'il s'agit d'un projet d'extension; La composition du capital social; L'engagement du promoteur dans l'affaire; Certaines variables d'évaluation du risque associé au projet; Critères socio-économiques; La transparence; Les apports en nature et ou numéraires; Le choix du cabinet d'audit; Non exposition du secteur à la concurrence informelle ou déloyale; Le non exercice par les promoteurs d'activités politiques à titre régulier (critère de non exposition politique); Partenaires techniques; Détails légaux incluant les droits des minorités ; Les affaires qui ont un impact sur l'environnement, le social et la gouvernance; Importants solutions aux grands problèmes; Les bonnes stratégies appliquées aux bons marchés ; Les disciplines opérationnels et financiers; L'importance de la qualité des promoteurs ou le management de la société cible dans la réussite du projet.

#### 4.4.2 Analyse factorielle

Dans le but d'explorer s'il y a un modèle général derrière les décisions prises par les SCR africaines, nous avons procédé à une analyse factorielle. Nous avons appliqué la méthode de l'analyse en composantes principales avec rotation Varimax. En effet, nous n'avons retenus que les valeurs supérieures à 0.5. Pour que le modèle soit valide il faut qu'il respecte au moins deux de trois conditions, à savoir une forte corrélation entre les variables, le KMO soit supérieur à 70% et le test de sphéricité de Bartlett soit significatif pour un intervalle de confiance à 95%.

Les résultats de l'analyse factorielle sont reportés sur les tableaux 4.78 à 4.81 suivants :

	Capable d'évaluer le risque	Capable de réagir rapidement face au risque	Fait attention aux détails	Honnête, enthousiaste et ayant confiance en soi	A montré une habilité de leadership dans le passé	L'entrepreneur est référé par une source fiable	Le produit présente un potentiel à l'exportation	Le produit présente une marge de profit élevé	Nous sommes familiarisés avec le secteur d'activité de l'entreprise	Capacité de passer les barrières à l'entrée	Résistance aux cycles économiques	Le produit / service présente un avantage compétitif	Un prototype du produit est déjà développé
Capable d'évaluer le risque	1.000	.520	.194	-.067	.293	.229	.354	-.007	.211	.410	.254	.267	-.014
Capable de réagir rapidement face au risque	.520	1.000	.337	.021	.450	.449	.278	-.054	.238	.429	.586	.512	-.216
Fait attention aux détails	.194	.337	1.000	-.045	.419	.249	.254	-.120	.308	.254	.311	.388	-.177
Honnête, enthousiaste et ayant confiance en soi	-.067	.021	-.045	1.000	.293	-.011	.128	-.026	.058	.138	.081	.073	.250
A montré une habilité de leadership dans le passé	.293	.450	.419	.293	1.000	.398	.281	-.317	.197	.526	.395	.248	-.097
L'entrepreneur est référé par une source fiable	.229	.449	.249	-.011	.398	1.000	.362	-.052	.320	.344	.343	.243	-.025
Le produit présente un potentiel à l'exportation	.354	.278	.254	.128	.281	.362	1.000	-.138	.360	.419	.121	.195	.176
Le produit présente une marge de profit élevé	-.007	-.054	-.120	-.026	-.317	-.052	-.138	1.000	-.171	-.199	-.149	-.051	.087
Nous sommes familiarisés avec le secteur d'activité de l'entreprise	.211	.238	.308	.058	.197	.320	.360	-.171	1.000	.206	.334	.205	-.039
Capacité de passer les barrières à l'entrée	.410	.429	.254	.138	.526	.344	.419	-.199	.206	1.000	.439	.259	-.130
Résistance aux cycles économiques	.254	.586	.311	.081	.395	.343	.121	-.149	.334	.439	1.000	.223	-.379
Le produit / service présente un avantage compétitif	.267	.512	.388	.073	.248	.243	.195	-.051	.205	.259	.223	1.000	-.161
Un prototype du produit est déjà développé	-.014	-.216	-.177	.250	-.097	-.025	.176	.087	-.039	-.130	-.379	-.161	1.000

Table 4.78 Matrice de corrélation

Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.	.716
Approx. Chi-Square	100.454
Bartlett's Test of Sphericity df	78
Sig.	.044

Table 4.79 KMO et Test de sphéricité de Bartlett

Après plusieurs combinaisons nous avons retenu celle qui a donné un KMO de 71.6% avec un test de sphéricité de Bartlett significatif inférieur à 5% (4.4%). Même si les corrélations entre les variables ne sont pas élevées mais au moins deux conditions sont respectées, ce qui valide nos résultats.

Component	Initial Eigenvalues			Loadings			Rotation Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	4.082	31.401	31.401	4.082	31.401	31.401	2.921	22.469	22.469
2	1.513	11.637	43.039	1.513	11.637	43.039	1.836	14.123	36.592
3	1.209	9.303	52.342	1.209	9.303	52.342	1.572	12.091	48.683
4	1.050	8.080	60.422	1.050	8.080	60.422	1.526	11.739	60.422
5	.946	7.277	67.698						
6	.865	6.653	74.351						
7	.735	5.657	80.008						
8	.660	5.075	85.084						
9	.584	4.492	89.576						
10	.435	3.344	92.920						
11	.417	3.207	96.127						
12	.287	2.210	98.337						
13	.216	1.663	100.000						

Méthode d'Extraction: Analyse en Composantes Principales

Table 4.80 Variance totale expliquée

	Variables			
	1	2	3	4
Capable d'évaluer le risque	<b>.724</b>			
Capable de réagir rapidement face au risque	<b>.811</b>			
Fait attention aux détails				
Honnête, enthousiaste et ayant confiance en soi				<b>.829</b>
A montré une habilité de leadership dans le passé				<b>.636</b>
L'entrepreneur est référé par une source fiable	<b>.529</b>			
Le produit présente un potentiel à l'exportation		<b>.549</b>		
Le produit présente une marge de profit élevé		<b>-.651</b>		
Nous sommes familiarisés avec le secteur d'activité de l'entreprise		<b>.696</b>		
Capacité de passer les barrières à l'entrée	<b>.517</b>			
Résistance aux cycles économiques			<b>-.538</b>	
Le produit / service présente un avantage compétitif	<b>.597</b>			
Un prototype du produit est déjà développé			<b>.840</b>	
Variance expliquée	4.082	1.512	1.209	1.05
Variance expliquée en pourcentage	31.40	11.63	9.30	8.08

Méthode d'Extraction: Analyse en Composantes Principales.

Méthode de Rotation: Varimax avec Kaiser Normalization.

<sup>a</sup>. Rotation converge à la 11 itération.

Table 4.81 Matrice de rotation des variables

Rappelons que Driscoll (1974) a proposé que le rôle des capital-risqueurs passe au-delà des prédictions financières de la firme financée. Il a tout de même suggéré que la problématique des SCR se base principalement sur la gestion du risque. Cette gestion du risque permet de déterminer les facteurs qui passent derrière les décisions prises par les SCR.

En appliquant l'analyse factorielle, nous avons identifié quatre facteurs et qui sont respectivement :

Facteur 1 « Risque de management » : les variables associées à ce facteur sont l'entrepreneur référé par une source fiable, Capable d'évaluer le risque et réagir rapidement face au risque, Capacité de passer les barrières à l'entrée et Le produit / service présente un avantage compétitif. Ces critères une fois réunis, reflèteront la réussite et la bonne gouvernance. Ce facteur est compatible avec Tyebjee et Bruno (1984) et MacMillan et al. (1985, 1987).

Facteur 2 « Risque de viabilité » : les variables associées à ce facteur sont Le produit présente un potentiel à l'exportation, Le produit présente une marge de profit élevée, et Nous sommes familiarisés avec le secteur d'activité de l'entreprise. Ce facteur est compatible avec l'étude de MacMillan et al. (1987).

Facteur 3 « Risque de résistance aux cycles économiques » : les variables associées à ce facteur sont Résistance aux cycles économiques et Un prototype du produit est déjà développé. Ceci est un nouveau facteur que nous avons identifié.

Facteur 4 « Risque de leadership » : les variables associées à ce facteur sont l'entrepreneur est Honnête, enthousiaste et ayant confiance en soi et il a montré une habilité de leadership dans le passé. Ce facteur est compatible avec l'étude de MacMillan et al. (1985).

Suite à notre discussion ci-dessus, les facteurs identifiés couvrent la majeure partie des risques associés au lancement d'une nouvelle firme sur le marché. Dans la même mesure, les capital-risqueurs pourront, en se basant sur ces facteurs, bien évaluer une firme qui présente son projet dans le but d'avoir un financement.

## 5 CONCLUSION

L'objectif de notre étude est d'évaluer les critères d'investissements dans le processus de décision engagé par les capital-risqueurs africains. Un questionnaire a été préparé à partir des études antérieures couvrant une période étalée de 1984 (Tyebjee et Bruno) à 2010 (Mason et al.) nous y avons ajouté plusieurs autres critères que nous avons jugé pertinents au plus près de la réalité africaine. En tout quarante-neuf critères ont été proposés à chaque répondant.

La collecte des réponses s'est faite entre le 13 novembre 2013 et le 2 avril 2014, date à laquelle nous avons reçu la trente-troisième et dernière réponse : vingt de la Tunisie, sept du Maroc, deux de l'Algérie, deux de l'Angola, une de Kenya et une du Nigeria. Nous avons contacté deux cents sept SCR, ce qui nous donne un taux de réponse de 15.94%.

Grâce à SPSS, nous avons procédé à deux analyses, une descriptive et une factorielle. Cette dernière nous a permis d'identifier les facteurs qui couvrent la majeure partie des risques associés au lancement d'une nouvelle firme sur le marché.

### 5.1 APPORTS DE NOTRE RECHERCHE

Le caractère innovateur de notre mémoire de recherche est le fait qu'aucune étude ne s'est intéressée à l'Afrique jusqu'à cette date. Ce mémoire est un pionnier dans le domaine au niveau du continent africain. Toutes les études que nous avons recensées ont pour champ d'application l'Amérique du Nord, l'Europe ou l'Asie-Pacifique.



En appliquant l'analyse factorielle, nous avons identifié quatre facteurs qui couvrent la majeure partie des risques associés au lancement d'une nouvelle firme sur le marché. Rappelons que Tyebjee et Bruno (1984) et MacMillan et al. (1985, 1987) ont procédé à des analyses factorielles dans leurs travaux.

Le facteur 1 défini comme étant le « risque de management » est compatibles avec les travaux de Tyebjee et Bruno (1984) et MacMillan et al. (1985, 1987).

Le facteur 2 défini comme étant le « risque de viabilité » est compatible avec les travaux de MacMillan et al. (1987).

Le facteur 4 défini comme étant le « risque de leadership » est compatible avec l'étude de MacMillan et al. (1985).

Nous avons identifié un nouveau facteur qui est :

Facteur 3 « Risque de résistance aux cycles économiques » : les variables associées à ce facteur sont Résistance aux cycles économiques et Un prototype du produit est déjà développé.

Parmi les questions que nous avons ajoutées, nous avons trouvé que 100% des répondants trouvent important ou essentiel que l'entrepreneur soit honnête et enthousiaste et ait confiance en soi. Toutes les SCR africaines exigent un conseil d'administration ainsi qu'un siège au sein de ce conseil et toutes investissent en moyenne plus de 500 000\$ par entreprise, évitant ainsi de s'éparpiller sur un grand nombre de très petites entreprises. 97% de ces SCR prennent en compte le budget prévisionnel présenté au business plan et 91% trouvent important ou essentiel que le produit/service présente un avantage compétitif. Toutefois, 90.9% d'entre elles ne pensent pas qu'il soit important ou nécessaire que l'entrepreneur détienne un diplôme en rapport avec le projet. 12.1% seulement des répondants trouvent important (9.1%) ou essentiel (3%) le fait que l'entrepreneur appartienne à une famille issue du milieu des affaires. Ceci va dans le sens de l'école d'apprentissage social de Gibb et Ritchie (1981) selon lesquels l'individu construit son profil entrepreneurial à partir de l'éducation qu'il reçoit et de l'expérience qu'il acquiert tout au long de sa vie. Cependant, un grand point d'interrogation se pose en ce qui concerne les 12.1% des répondants qui disent qu'il est important d'exiger des garanties, 21.2% trouvent que

c'est souhaitable. Ce dernier point est contradictoire avec le fondement même du capital-risque.

Parmi les réponses dont le pourcentage d'importance est supérieur à 90% nous citons les critères suivants : 94% des SCR trouvent important ou essentiel le fait que l'entrepreneur présente et maîtrise bien son projet, 93.6% trouvent important ou essentiel que le marché cible présente une croissance significative, et 90.9% trouvent important ou essentiel que le produit ou service soit accepté sur le marché. En outre, 96.9% des SCR financent des PME traditionnelles. Les véhicules de financement les plus pratiqués sont les actions ordinaires et les obligations.

## **5.2 LIMITES ET PROPOSITIONS DE RECHERCHES COMPLÉMENTAIRES**

Malgré toutes ces qualités distinctives, cette étude, restreinte par le temps, le décalage horaire entre le Canada et le continent africain, la période limitée de séjour en Tunisie, le taux de réponses des capital-risqueurs, souvent trop occupés, a ses propres limitations.

Le taux de réponse aux questionnaires diffère largement entre la région du Maghreb Arabe et les autres pays. Alors que ce taux est de 40.84% pour le Maghreb Arabe, il n'est que de 4% pour l'Afrique subsaharienne et de 0% pour l'Égypte. D'ailleurs, vu que la majeure partie des SCR ont été contactées par courriel, nous avons constaté que plusieurs d'entre elles n'avaient pas lu nos messages. D'après nous, ce taux de réponse ne reflète pas un très grand sérieux de leur part et beaucoup du travail devrait être fait afin d'avancer ce domaine en forte croissance.

Le domaine est extrêmement porteur pour la recherche et les chercheurs. Au niveau méthodologique, des études additionnelles auprès d'autres SCR africaines permettront de confirmer et de solidifier nos conclusions. Des déplacements sur le terrain des SCR et des contacts directs donneront lieu à des taux de réponse plus élevés. En particulier, le fait d'être référé par une connaissance permet en Afrique plus qu'ailleurs d'augmenter ces taux.

Notre étude sera très bénéfique pour les SCR africaines et les aidera dans leurs travaux et leurs analyses. Elle le sera aussi pour les entrepreneurs qui cherchent des fonds auprès des SCR. Ils auront une meilleure idée sur les critères utilisés par celles-ci et pourront ainsi adapter leurs business plans avant toute demande de financement.

Des études additionnelles pourront se focaliser sur les critères que les SCR ont proposé à la question ouverte et que nous avons recensée à la sous-section 5.4.1.12.

Enfin, il sera primordial de diffuser les notions de « capital-investissement » et de « capital-risque » dans tous les pays africains où elles demeurent mal connues, contrairement aux méthodes de financements traditionnelles (principalement les emprunts et les marges de crédits bancaires) les plus sollicitées par les PME en démarrage. Les propriétaires-dirigeants sont appelés à mieux connaître les sources alternatives aux financements traditionnels.

## RÉFÉRENCES

- A Kink in Venture Capital's Gold Chain.* (7 October 2006) The New York Times.
- Abdessalem, A. (2012). Tunisie : *Crise de subprimes et printemps arabe reboostent la finance islamique*. Tiré de <http://webmanafger.com>.
- Abdu-ul-Jalil, B. (2007). *Principes des fonds d'investissement islamiques dirigés par la Chari'a*. Économie N :56.
- Association Marocaine des Investisseurs en Capital (2013). *Capital investissement au Maroc : Guide investisseurs institutionnels; conférence des nations Unis sur le commerce et le développement*.
- Association Tunisienne des Investisseurs en Capital –ATIC – (2011). *Statistiques de l'activité du capital investissement. 2007-2010*.
- Association Tunisienne des Investisseurs en Capital –ATIC – (2012). *Le capital investissement en Tunisie*.
- Ben Jilani, K. (2005) *Financement du capital en Tunisie*.
- Bessis, J. (1988). *Capital-risque et financement des entreprises*. Collection Gestion. Paris: Economica, 296 p.
- Boocock, G., et Woods, M. (1997). *The evaluation criteria used by venture capitalists: evidence from a UK venture fund*. International Small Business Journal, 16, 36 – 57.
- Carsrud, A., et Brännback, M. (2011). *Entrepreneurial Motivations: What Do We Still Need to Know?* Journal of Small Business Management, 49(1), 9 - 26.
- Chahed, N. (2012). *Le capital investissement au secours de la PME tunisienne*. Tiré de <http://www.econostrum.info>.
- Douchane, A., et Rocchi, J. M. (1997). *Technique d'Ingénierie financière : pratique et technique des montages financiers*. Paris : Ed. SEFI.
- Durufilé, G. (2009). *Why Venture Capital is Essential to the Canadian Economy: The Impact of Venture Capital on the Canadian Economy*. CVCA.
- Franke, N., Gruber, M., Harhoff, D., et Henkel, J. (2006). *Venture capitalists' evaluations of start-ups teams: Trade-offs, knock-out criteria and the impact of VC experience*. Entrepreneurship Theory and Practice (ETP).

- Fried, V. H. et Hisrich, R. D. (1994). *Toward a model of venture capital investment decision making*. Financial Management, 23, 28 – 37.
- Hall, H. J. et Hofer, C. W. (1993). *Venture capitalists' decision criteria and new venture evaluation*. Journal of Business Venturing, 8, 25 – 42.
- Gagnon, Y. (2005). *L'étude de cas comme méthode de recherche : guide de réalisation*. Sainte-Foy : Presses de l'Université du Québec, 128p.
- Gompers, P. A. (1994). *The Rise and Fall of Venture Capital*. Business and Economic history, Volume 23, N° 2.
- Groh, A., Liechtenstein; H., et Lieser, K. (2011). *IESE Global VC and PE Country Attractiveness Index 2011*.
- Groh, A., Liechtenstein; H., et Lieser, K. (2012). *IESE Global VC and PE Country Attractiveness Index 2012*.
- Groh, A., Liechtenstein; H., et Lieser, K. (2013). *IESE Global VC and PE Country Attractiveness Index 2013*.
- Hatton, L., et Moorehead, J. (1996). *Determining venture capitalist criteria in evaluating new ventures*. California State University Sacramento.
- <http://www.cmf.gov.tn>
- <http://www.investopedia.com>
- Kaplan, S. N. et P. Strömberg, P. (2000). *"How do Venture Capitalists Choose Investments?"* University of Chicago Graduate School of Business Working Paper.
- Kaplan, S. N. et P. Strömberg, P. (Juin 2008). *Leveraged Buyouts and Private Equity*. Social Science Research Network.
- Knight, R. M. (1994). *Criteria used by venture capitalists: a cross cultural analysis*. International Small Business Journal, 13, 26 – 37.
- Kumar, A. V. et Kaura, M. N. (2003). *"Venture Capitalists' Screening Criteria"*. The Journal for Decision Makers 28(2), 49- 59.
- Lachmann, J. (1996). *Capital-risque et Capital Investissement*. Paris: Ed Economica.

- Lample, D. (1989). *"Investing in the Futur"*. mimeo, 4.
- Legoupil, H., Gayraud, L., et Weir, J. (2005). *Private equity and venture capital: A guide for institutional investors*. AFIC.
- Lerner, J., Gompers, P. (2004). *The Venture Cycle*. Second edition. The MIT Press.
- Loi n° 06-11 du 28 Jomada El Oula 1427 correspondant au 24 juin 2006 relative à la société de capital investissement*. Alger : Journal officiel de la république algérienne n°42.
- Loi 95-87 du 30 octobre 1995, modifiant et complétant la loi 88-92 du 2 août 1988 relative aux sociétés d'investissement*. Tunis : Journal officiel de la république tunisienne n°89, (7 novembre 1995), p 2080.
- Loi n°93-120 du 27 Déc. 1993 portant promulgation du code d'incitations aux investissements*. Tunis : Journal officiel de la république tunisienne n°99 du 28/12/93, p 2174.
- MacIntosh, J. G. (1997). *Les sorties du marché du capital de risque au Canada et aux États-Unis, Le financement de la croissance au Canada*. Document de recherche d'industrie Canada, directeur général de la publication : Paul J.N. Halpern, University of Calgary Press, pp. 309-398.
- MacMillan, I. C., Siegel, R., et Subba Narasimha, P. N. (1985). *Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals*. Journal of Business Venturing, 1, 119 – 128.
- MacMillan, I. C., Zemann, L., et Subba Narasimha, P. N. (1987). *Criteria distinguishing successful from unsuccessful ventures in the venture screening process*. Journal of Business Venturing, 2, 123 – 137.
- McNaughton, R. B. (1991). *Venture capital in Canada, Venture capital international comparisons*. édité par Milford B. Green, pp. 183-201.
- Mainprize, B., Hindle, K., Smith, B., et Mitchell, R. (2002). *Toward the standardization of venture capital investment evaluation: Decision criteria for rating investee business plans*. In W. D Bygrave C. G. Brush, P. Davidsson, J. Fiet, P. G. Greene, R. T. Harrison, et al. (Eds.), *Frontiers of entrepreneurship research 2002* (Vol. 22) Babson Park, MA: Babson College Accessed from [http://fusionmx.babson.edu/entrep/fer/babson2002/XIII/XIII\\_P4/XIII\\_P4.htm](http://fusionmx.babson.edu/entrep/fer/babson2002/XIII/XIII_P4/XIII_P4.htm).
- Money tree survey, (février 2006). Tiré de <http://www.pwcmoneytree.com>.

- Mason, C., et Stark, M. (2004). *What do investors look for in a business plan? : A comparaison of the investment criteria of bankers, venture capitalists and business angels*. International Small Business Journal 2004; 22; 227.
- Mason, C. M., Smith, D. J., et Harrison, R. T. (2010). *Angel investment decision making as a learning process*. University of Strathclyde. Working paper 10-05.
- Muzyka, D., Birley, S., et Leleux, B. (1996). *Trade-offs in the investment decisions of European venture capitalists*. Journal of Business Venturing, 11, 273 – 287.
- Note commune N° 13/2009* (2009). Tunis : Bulletin officiel des douanes et des impôts N° 2009/04/16.
- Note commune N° 15/2012* (2012). Tunis : Bulletin officiel des douanes et des impôts N° 2012/07/29.
- Note on Due Diligence in Venture Capital*. (2004). Center for private equity and entrepreneurship. Tuck School of Business at Dartmouth.
- Ouakaa, Z. (2011). *Capital-risque : une opportunité pour la nouvelle Tunisie?* Finance & Vous Newsletter. Tiré de <http://www.aieftb.org>.
- Pettersen, N. (2005). *Leadership et P.M.E.: comment être un bon chef?* Gestion, 30(4), 43 - 50.
- Public Value: A Primer On Private Equity*. (2007) Private Equity Council.
- Riscura Fundamentals. (2013). *Bright Africa: A look at equity investment across the continent*. Tiré de <http://www.brightafrica.riscura.com>.
- Rapport sur l'activité du capital investissement en France en 1999*. Annexe 1. (1999). AFICPWC.
- Riquelme, H., et Rickards, T. (1992). *Hybrid conjoint analysis: an estimation probe in the new venture decisions*. Journal of Business Venturing, 7, 505 – 518.
- Ross, S. A., Westerfield, R., et Jaffe, J. (2005). *Corporate Finance*. 8th Edition. McGraw-Hill publishing.
- Shepherd, D. A. (1999). *Venture capitalists' introspection: a comparison of 'in use' and 'espoused' decision policies*. Journal of Small Business Management, April, 76 – 87.

- Silva, J. (2004). *"Venture Capitalists' Decision-Making in Small Equity Markets: a Case Study Using Participant Observation."* Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance 6(2), 125-145.
- Sommer, L. (2010). *Internationalization process of small and medium-sized enterprises: a matter of attitude?* Journal of International Entrepreneurship, 8(3), 288 - 317.
- St-Pierre, J. (1999), *Gestion financière des PME: théories et pratiques*, Presses de l'Université du Québec, Sainte-Foy
- Tyebjee, T. T., et Bruno, A. V. (1984). *A model of venture capitalist investment activity*. Management Science, 30, 1051 – 1066.
- Ving, T., et Haan, M. (2001). *How do venture capitalists screen business plans : An art or science? Evidence from the Netherlands and the USA*. University of Amsterdam working papers. Pays-Bas.
- Walid, K. (2007). *Le capital-risque tunisien freiné par des pratiques bancaires*.  
Tiré de <http://www.lesafriques.com>.
- Zacharakis, A. L., et Meyer, G. D. (1998), *'A Lack of Insight: Do Venture Capitalists Really Understand their Own Decision Processes?* Journal of Business Venturing 13(1): 57–76.